



3 1761 1154427 2



Digitized by the Internet Archive
in 2022 with funding from
University of Toronto

<https://archive.org/details/31761115544272>

MONETARY POLICY REPORT

UPDATE

– August 2000 –

This is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It includes information received to 4 August 2000 and updates the Monetary Policy Report released on 11 May 2000.

Information received since the last *Monetary Policy Report* continues to show solid economic growth in the United States, Europe, and the emerging markets. The Japanese economy has also shown signs of improvement. As the global economy continues to expand and oil producers maintain production quotas, the world price of crude oil and the North American price of natural gas have been higher than expected. In contrast, prices for most non-energy commodities have been below expectations.

In the United States, core inflation, which excludes energy and food prices, has continued to edge up. Recent data indicate that the pace of U.S. activity remains robust. However, there have been signs of slowing in interest-rate-sensitive sectors. Whether the slowing will be sufficient to reduce inflation pressures is not yet clear. Given the tight labour market, the balance of risks suggests continued upward pressure on U.S. core inflation.

In Canada, the growth of aggregate demand in the first quarter was at the top end of the Bank's expectations. Propelled by strong exports to the United States and by buoyant business investment, real GDP rose at an annual rate of 4.9 per cent. Based on available indicators, the Bank estimates that growth in the second quarter remained strong at between 3.50 and 4.25 per cent.

Highlights

- The Bank has revised up its projection of real GDP growth for this year to a range of 4.25 to 4.75 per cent, reflecting a strong first half in 2000 as well as upward revisions to output in the second half of 1999.
- Core inflation came in below expectations in the second quarter, suggesting that the economy's capacity limits had not yet been reached.
- For the second half of this year, the Bank continues to expect a slowing in the pace of economic activity, but to a rate that would still be above the growth of potential output.
- As a result, pressures in product and labour markets are still expected to emerge and to raise core inflation to about 2 per cent early in 2001.
- In light of these developments, the Bank will continue to pay close attention to the strength of aggregate demand in the Canadian economy and to a range of indicators of pressure on capacity.



MONETARY POLICY REPORT

UPDATE

– August 2000 –

This is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It includes information received to 4 August 2000 and updates the Monetary Policy Report released on 11 May 2000.

Information received since the last *Monetary Policy Report* continues to show solid economic growth in the United States, Europe, and the emerging markets. The Japanese economy has also shown signs of improvement. As the global economy continues to expand and oil producers maintain production quotas, the world price of crude oil and the North American price of natural gas have been higher than expected. In contrast, prices for most non-energy commodities have been below expectations.

In the United States, core inflation, which excludes energy and food prices, has continued to edge up. Recent data indicate that the pace of U.S. activity remains robust. However, there have been signs of slowing in interest-rate-sensitive sectors. Whether the slowing will be sufficient to reduce inflation pressures is not yet clear. Given the tight labour market, the balance of risks suggests continued upward pressure on U.S. core inflation.

In Canada, the growth of aggregate demand in the first quarter was at the top end of the Bank's expectations. Propelled by strong exports to the United States and by buoyant business investment, real GDP rose at an annual rate of 4.9 per cent. Based on available indicators, the Bank estimates that growth in the second quarter remained strong at between 3.50 and 4.25 per cent.

Highlights

- The Bank has revised up its projection of real GDP growth for this year to a range of 4.25 to 4.75 per cent, reflecting a strong first half in 2000 as well as upward revisions to output in the second half of 1999.
- Core inflation came in below expectations in the second quarter, suggesting that the economy's capacity limits had not yet been reached.
- For the second half of this year, the Bank continues to expect a slowing in the pace of economic activity, but to a rate that would still be above the growth of potential output.
- As a result, pressures in product and labour markets are still expected to emerge and to raise core inflation to about 2 per cent early in 2001.
- In light of these developments, the Bank will continue to pay close attention to the strength of aggregate demand in the Canadian economy and to a range of indicators of pressure on capacity.

Together with upward revisions to the level of economic activity in the second half of 1999, these figures have led the Bank to revise its projection of GDP growth for 2000 to between 4.25 and 4.75 per cent (on an annual average basis), up 0.25 percentage points from the projection in the *May Report*. For the remainder of this year, the Bank continues to project a pace of activity below that of the first half, but still somewhat above potential output growth.

Despite the stronger momentum in the first half, the rate of increase in Canada's core CPI (which excludes the volatile food and energy components, and the effects of changes in indirect taxes) remained unexpectedly low in the second quarter of this year. This suggests that demand may not yet have outstripped Canada's production capacity. However, excess capacity is being absorbed rapidly and pressures on capacity are expected to emerge as we progress through the year. Hence, core inflation is still projected to move close to the midpoint of the Bank's 1 to 3 per cent target range by early 2001. Because of higher energy prices, the increase in total CPI is now expected to remain above core inflation until some time in the first part of next year.

In terms of the risks to this outlook, developments since the last *Report* reinforce the uncertainties that the Bank has been highlighting for some time: the risk of a spillover of U.S. demand at a time of growing spending by Canadian consumers and businesses; the possibility of rising inflation pressures in the United States and the implications for Canada; and the uncertain balance between demand and supply in the Canadian economy, given some signs that the pressures on capacity have not been as intense as expected earlier.

The International Environment

Emerging-market economies

The performance of emerging-market economies has been better than expected. In

the Asian economies, which posted solid export-led growth in 1999 after a slowdown caused by the financial crisis of 1997–98, growing domestic demand has contributed to continued strong expansion this year. The emerging markets of Latin America and Eastern Europe are also showing strength.

Europe and Japan

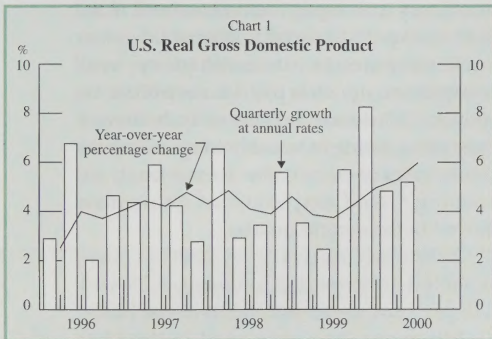
In Europe, the economic expansion remains solid. Strengthening employment and rising consumer and business confidence should stimulate domestic demand through the rest of the year. Tightening monetary conditions in the region should help to forestall inflationary pressures.

In Japan, there are signs that the economy is improving. Corporate profits, business investment, and production have all recently shown some strength. Nevertheless, the economy remains fragile: household spending is weak, and the financial sector requires further restructuring. This has led the Bank of Japan to maintain its policy of keeping the overnight interest rate at zero, for the time being.

Economic growth in Europe and in the emerging markets is firming, but the Japanese economy remains fragile.

United States

The U.S. economy continued to expand rapidly in the first half of 2000: GDP rose by 5 per cent (at an annual rate), following growth of 7 per cent in the second half of 1999 (Chart 1). This performance reflected particularly strong business investment throughout the period. Nevertheless, in recent months, there have been some signs of slowing in interest-rate-sensitive sectors. In particular, household and construction spending have slowed markedly from the very high levels seen earlier. The labour market remains tight, despite a moderation



in employment growth. Continued strong productivity growth, however, has kept unit labour costs in check.

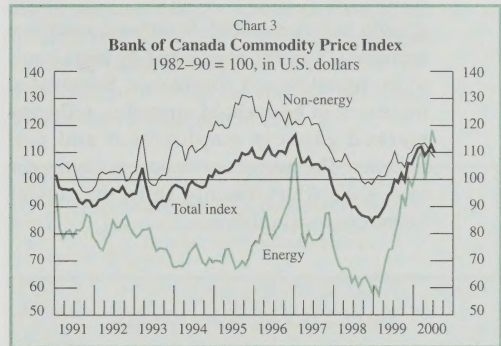
Despite some signs of slowing economic activity in the United States, the balance of risks continues to point to upward pressures on inflation.

Past increases in interest rates are expected to slow demand growth through 2000 and 2001. Nevertheless, the Federal Reserve may need to raise interest rates further if the high level of economic activity continues to put upward pressure on capacity and inflation (Chart 2). The degree of tightening expected by financial markets has been revised down significantly because of recent signs of slowing in some sectors.



Commodity prices

The average U.S. dollar price of Canada's key primary commodities, as measured by the Bank of Canada's commodity price index, is down 1 per cent from its level at the end of April (Chart 3). While the price of crude oil has risen, prices for other primary commodities have fallen by about 5 per cent.



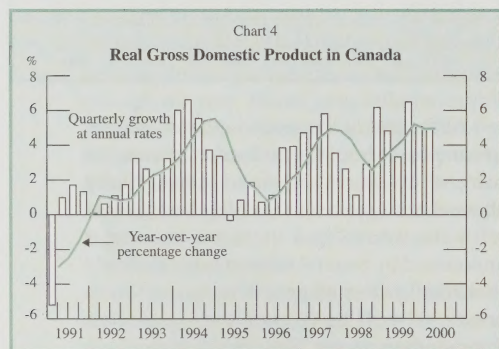
At the end of the second quarter, despite two increases in OPEC production quotas, the price of crude oil remained substantially above that suggested in the *May Report*. Even with the additional increase in output announced by Saudi Arabia in July, it is likely that retail prices of products derived from crude oil will be higher than expected through the summer. The price of natural gas has also risen because of low stocks—reflecting strongly growing demand.

Despite strong global economic expansion, non-energy commodity prices have eased. While some price declines can be attributed to temporary factors, declining lumber prices most likely resulted from slower-than-expected growth in U.S. construction.

The Canadian Economy

Aggregate demand, output, and estimated pressures on capacity

Growth in the Canadian economy has been at the high end of the range projected in the *May Report*. Real GDP increased at an annual rate of 4.9 per cent in the first quarter of 2000 (Chart 4).¹ Export volumes rose considerably, chiefly because of very strong growth in U.S. demand. Business investment remained buoyant, supported by high levels of profitability and confidence. Substantial increases in household spending reflected marked gains in employment and real incomes. The growth of import volumes did ease somewhat, mainly reflecting lower inventory accumulation.



In 2000, Canada's economy is now expected to grow somewhat more quickly than projected in the May Report.

Available information for the second quarter suggests that the economic expansion slowed but remained strong (and above the growth of potential output) at 3.50 to 4.25 per cent. Indicators of consumer spending and of investment in

machinery and equipment remained firm. Data on exports showed further solid gains, with shipments of machinery and equipment up sharply in response to buoyant U.S. demand. There were, however, signs of an easing in household spending on interest-rate-sensitive items such as housing.² And employment gains also slowed in the second quarter.

Economic activity in 2000 is now expected to grow by between 4.25 and 4.75 per cent on an annual average basis, slightly more than envisaged in the *May Report*. This chiefly reflects the upward revision to Canada's GDP in the second half of 1999 and the strong first half of this year. For the rest of 2000 and for 2001, the Bank continues to project a slowing pace of activity, primarily reflecting an anticipated slowing in the U.S. economy.

Excess capacity is being rapidly absorbed.

The strong performance of the Canadian economy might have suggested that Canada moved into excess demand in the first half of 2000. However, several indicators suggest caution in making this judgment. Most important among these is core inflation, which remains below expectations. Nonetheless, it is clear that excess capacity is being rapidly absorbed, and with growth in demand expected to remain somewhat above that of potential output to the end of 2000, pressures on capacity are expected to increase.³

Prices and costs

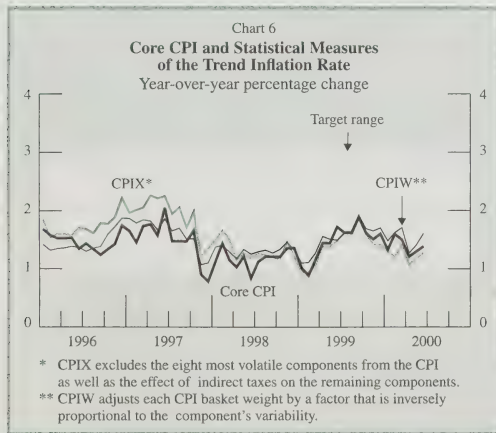
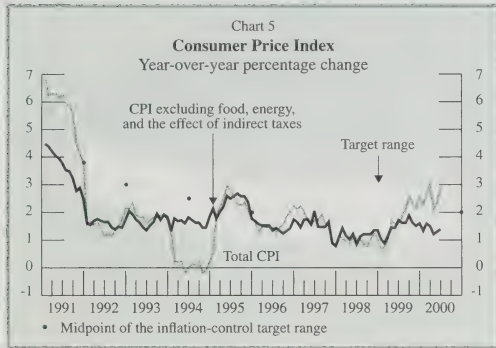
The 12-month rate of increase in the core CPI in June, at 1.4 per cent, was down slightly from last March and below that projected in the *May Report* (Chart 5). In particular, prices

1. In the *May Report*, real growth in the first quarter was expected to be between 4 and 5 per cent.

2. The downturn in housing starts in the second quarter was exacerbated by a labour dispute in the Toronto area.

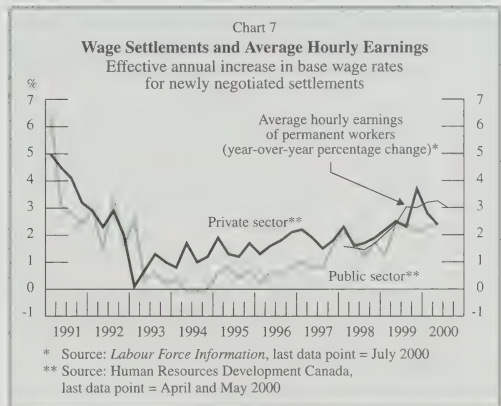
3. An update of the Bank's conventional measure of the output gap will be provided in the *November Report*.

for both durable and semi-durable goods were weaker than anticipated, which may have partly reflected lower international prices. These surprises also suggest that there was still slack in product markets in the early part of the year. Other statistical measures of the trend rate of inflation were close to the core rate (Chart 6).

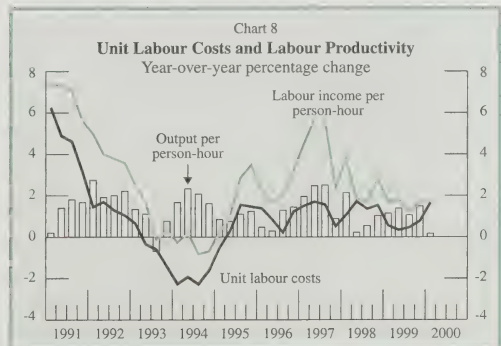


The estimated effect on the core CPI of the substantial rise in energy prices since early 1999 continues to be small—less than 0.1 per cent. However, the 12-month rate of increase in the total CPI in June, at 2.9 per cent, remained well above core inflation, reflecting continued hikes in energy prices at the consumer level.

There has been little change in indicators of wage increases. The year-over-year increase in the average hourly wage (excluding overtime) for permanent workers, taken from Statistics Canada's *Labour Force Information*, was 3 per cent in July, down slightly from 3.2 per cent in the first half (Chart 7). The year-over-year rise in labour income per person-hour was still only 1.7 per cent in the first quarter (Chart 8). Finally, in the first five months of 2000, the average annual increase in wage settlements in the unionized private sector was 2.6 per cent, close to the average gain in 1999.



For the economy as a whole, the year-over-year rise in unit labour costs increased to 1.6 per cent in the first quarter, chiefly because of reduced growth in output per



person-hour (Chart 8). The year-over-year increase in output per person-hour is expected to rebound considerably in the second quarter, however. As a result, the underlying year-over-year increase in unit labour costs should fall back. (This excludes the effect of the federal government pay-equity settlements, which could add up to 1.5 per cent to labour income in the second quarter.)

Asset prices tend to be sensitive to expectations of inflation and economic growth. In the late 1980s, for example, a surge in housing prices signalled the rise in core inflation. The housing market has tightened moderately since the beginning of 2000. The year-over-year rise in prices for existing homes (based on the Royal LePage index) was 6.4 per cent in the first quarter, up slightly from the rate observed in the preceding quarter. The year-over-year increase in new home prices has also risen, although it was only 2.4 per cent in May.

Core inflation is expected to rise gradually to about 2 per cent by early 2001

Core inflation, while unexpectedly low in the second quarter, is still expected to rise gradually to about 2 per cent by early 2001. This reflects two factors: emerging pressures in product and labour markets as growth in demand continues to outpace growth in potential supply, and longer-term inflation expectations that are staying close to the midpoint of the Bank's target range. The resulting upward pressure on core inflation should be tempered somewhat by further reductions in import costs arising partly from the appreciation of the Canadian dollar since early 1999.

The rate of increase in the total CPI is still expected to move down towards core inflation, with the pace determined partly by how quickly crude oil prices decline and feed through to retail prices. If crude oil prices average US\$28 for West Texas Intermediate

during the second half of the year, the year-to-year increase in the total CPI should decline to about 2 per cent some time in the first half of 2001.⁴

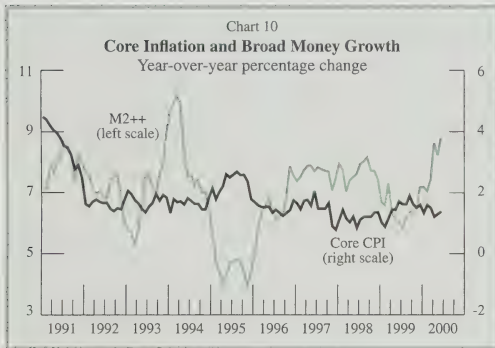
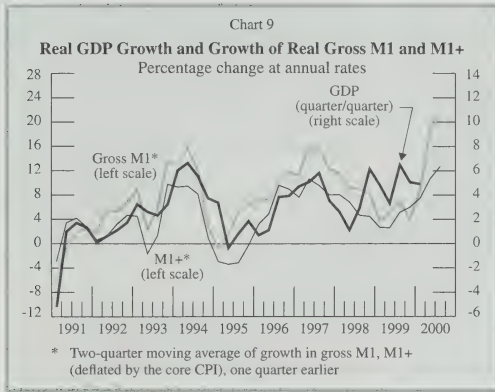
The monetary aggregates

Growth in the narrow monetary aggregates continues to be strong. On a year-over-year basis, M1 grew by about 17 per cent in June, while M1+ and M1++ were up some 12 per cent and 9 per cent, respectively. The pace of growth has been boosted by sharp increases in non-personal accounts. Part of the recent strength is due to an increase in the deposits of some financial intermediaries with banks. These deposits are distorting the information content of the narrow aggregates because accounts held by financial institutions would net out if the monetary aggregates were constructed on a fully consolidated basis. Our initial estimates suggest that when the data are adjusted to account for such distortions, the trend growth rate of the narrow aggregates is between 4 and 8 per cent.

When these data distortions are taken into account, the recent growth in narrow money suggests that real GDP will grow at a pace of about 3.5 per cent in the second half of 2000 (Chart 9). This is consistent with the Bank's overall projection of GDP growth. The growth in narrow money also suggests that core inflation will increase to about the midpoint of the target range by early 2001. This, too, is consistent with the Bank's projection.

Growth in the broad monetary aggregate M2++ has increased since the beginning of the year, posting a 12-month gain of nearly 9 per cent in June (Chart 10). This increase largely reflects the acceleration in the narrow aggregates. Overall, growth in M2++ is consistent with the path for inflation implied by the growth in narrow money.

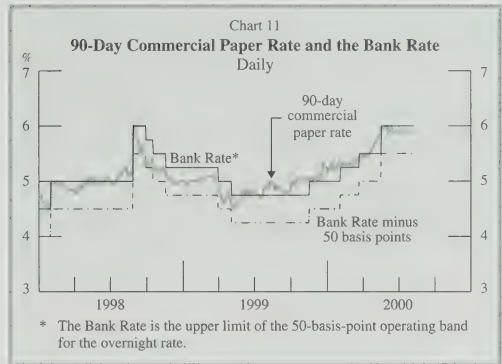
4. The average private sector forecast for the rate of increase in the total CPI is 2.4 per cent in 2000 and 2.1 per cent in 2001 (from the July issue of *Consensus Forecasts*).



Monetary conditions and monetary policy operations

Concerns about future pressure on capacity limits arising from strong domestic spending and from the continued buoyancy of external demand for Canadian products prompted the Bank to raise the Bank Rate by 50 basis points on 17 May, soon after the publication of the *May Report* (Chart 11). This action, which took the Bank Rate to 6 per cent, followed a similar move by the Federal Reserve. The Federal Reserve's move highlighted the vigour of the U.S. economy and underscored the risk that U.S. demand and inflation pressures could spill over into Canada. Higher interest rates were deemed necessary to keep the future trend of inflation

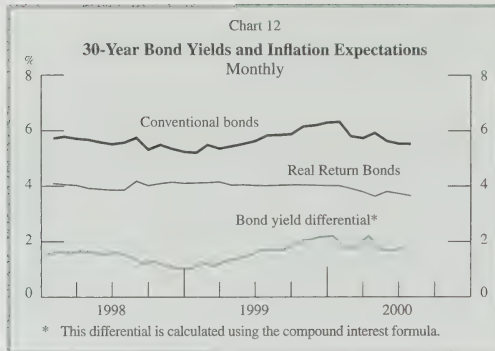
near the middle of the Bank's 1 to 3 per cent target range, thus contributing to sustained economic growth.



The timing and magnitude of the Bank Rate increase were largely anticipated by financial markets. Most of the rise in the 90-day commercial paper rate occurred prior to the rate hike, as the financial community became increasingly convinced that the Bank would take such an action. The Bank's move, therefore, had only a small impact on money market rates. The U.S. money market behaved in a similar fashion, with most of the rise in market rates occurring ahead of the Federal Reserve's action. More recently, expectations of further increases in U.S. official interest rates over the balance of 2000 receded, as market participants began to see signs of a possible slowing in the U.S. economy.

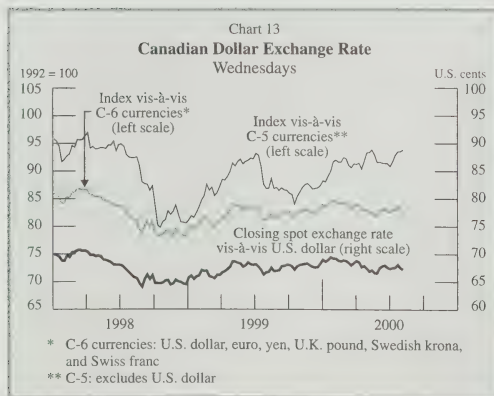
North American money market rates have increased as a result of central bank tightening.

North American bond yields drifted lower in the weeks following the central bank moves, as tighter monetary conditions reduced the perceived risk of a significant medium-term buildup in the trend of



inflation (Chart 12). These yields continue to be affected by the relatively small issuance of long-term government bonds. Combined with investors' continuing demand, this reduced supply has resulted in an inverted yield curve for longer government maturities.

Since the completion of the *May Report*, the Canadian dollar has been affected by shifts in the expectations of financial markets concerning the relative robustness of the Canadian and U.S. economic expansions. The Canada/U.S. dollar exchange rate (Chart 13) fluctuated between a low of 66.04 cents (US) and a high of 68.36 cents (US) over the period.



The Canadian dollar weakened in mid-May because market participants felt that the Canadian economy would grow more slowly than the U.S. economy. Subsequently, the Canadian dollar strengthened against the U.S. dollar when signs of a moderation in the U.S. economic expansion began to emerge. Fluctuations in the Canada/U.S. dollar exchange rate were largely paralleled by those of the Canadian dollar trade-weighted exchange rate. Economic fundamentals continue to support the Canadian dollar, since growth remains robust, and the current account has moved into surplus. The Bank's monetary conditions index has fluctuated between -5.7 and -4.8 since mid-May.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in May and November. Regular *Updates* are published in August and February. Copies may be obtained from:

Publications Distribution,
Communications Services,
Bank of Canada,
Ottawa, Ontario,
Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248;

e-mail: publications@bank-banque-canada.ca or visit our Web site:

<http://www.bank-banque-canada.ca>

MONETARY POLICY REPORT

UPDATE

– February 2001 –

*This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada.
It includes information received up to the fixed announcement date on
23 January 2001 and updates the Monetary Policy Report of November 2000.*

On 23 January, the Bank reduced the Bank Rate by one-quarter of one percentage point to 5 3/4 per cent.* This action was taken in light of the implications of developments described below for the future trend of inflation in Canada.

* * *

In its November *Monetary Policy Report*, the Bank's projection was for continued solid global economic expansion but with a noticeable slowing in 2001, particularly in the United States.

Since then, there has been accumulating evidence that global economic growth has begun to slow somewhat more and sooner than anticipated. As a result, projections for growth in Europe and Japan have been revised downwards slightly for 2001. For the United States, we now project growth at a rate of 2.0 to 2.5 per cent, one full percentage point below the range expected in the November *Report*. This downward revision to the growth projection for 2001 primarily reflects a weaker first half, followed by a relatively strong rebound in the second half of the year.

* The Bank has eight pre-specified dates each year for announcing changes to the Bank Rate. For the schedule of dates for the remainder of 2001, see Technical Box 4, November 2000 *Monetary Policy Report*, or visit our Web site.

Highlights

- The momentum of the Canadian economy remained solid through the fourth quarter of 2000, bolstered by strong growth in domestic demand.
- The outlook for the U.S. economy has weakened more abruptly than anticipated.
- On 23 January, the Bank lowered the Bank Rate by one-quarter of one percentage point to 5 3/4 per cent.
- The Bank's projection for Canada's real GDP growth in 2001 has been revised down to about 3 per cent—the bottom end of the 3 to 4 per cent range projected last November.
- Core inflation, at 1.9 per cent in December, has been marginally higher than anticipated, and is expected to steady out at about 2 per cent through 2001.
- With recent declines in world oil prices, total CPI inflation is expected to converge with the core rate in the second half of this year.

Despite a slowing world economy and a deceleration in export growth, the pace of economic expansion in Canada remained solid in the second half of 2000, bolstered by strong domestic demand. Indeed, growth in this period slightly exceeded the Bank's expectations. Employment also grew rapidly, indicating significant momentum in the economy. In spite of this starting position going into 2001, the Bank's projection for this year has been revised down to about 3 per cent—the bottom end of the 3 to 4 per cent range projected last November—because of spillover effects from a weaker U.S. economy late in 2000 and in the first half of this year.

At 1.9 per cent, core inflation in December was marginally higher than anticipated. Although some month-to-month volatility may result in core inflation rising temporarily above 2 per cent early this year, the Bank's baseline projection is for core inflation to steady out at about 2 per cent through this year. With crude oil prices having declined to around \$30 per barrel, it now seems likely that total CPI inflation, currently just above 3 per cent, will come down to around 2 per cent in the second half of 2001.

These developments over the past three months have altered the risks and uncertainties for Canada's economic outlook. The slowdown now evident in the U.S. economy raises the issue of how marked that slowdown will be and how quickly the economy will rebound. For Canada, an important question is the extent to which the current strength in domestic demand will continue to offset weaker U.S. demand for our exports. The recent decline in world oil prices has also somewhat reduced the risk that inflation expectations could heighten in response to rising headline rates of inflation. At the same time, there continues to be some uncertainty regarding the future growth of the economy's productive capacity. Recent productivity growth suggests that the economy's production capacity could be rising at a higher rate than the 3 per cent

assumed by the Bank. Nevertheless, current indicators point to an economy operating at close to full capacity.

The International Environment

Emerging-market economies

Growth in the emerging-market economies has been somewhat faster than expected. Nevertheless, the near-term outlook is still subject to a number of risks. Market sentiment towards emerging markets in Asia has deteriorated over the past few months. This deterioration stems largely from concerns about a possible downturn in global demand for electronic products, the impact of high world oil prices, political instability, and, in some cases, the slow pace of restructuring in corporate and financial sectors. In addition, both Turkey and Argentina—two large international borrowers—have had to negotiate new IMF programs.

Some of these pressures on emerging-market countries will, however, be alleviated by lower interest rates in the United States and, for countries whose currencies are pegged to the U.S. dollar, by its recent depreciation.

Euro area and Japan

In the euro area, the pace of expansion slowed in the second half of 2000, partly owing to past increases in official rates by the European Central Bank. In addition, surveys suggest a recent decline in both business and household confidence. Indeed, household spending weakened significantly in the third quarter. As a result, growth in the euro area in 2001 is now expected to be slightly below the 3 per cent projected in the November *Report*.

The Japanese economy remains fragile. Real GDP rose only marginally in the second and third quarters of 2000, despite strong business investment. Household spending has remained flat, reflecting weak income growth and concerns about employment prospects. Moreover, the lagged effect of the

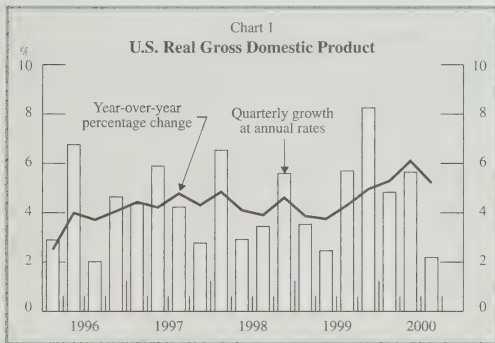
appreciation of the yen has contributed to a marked slowing in export growth. The Japanese economy is expected to grow at about 1.0 per cent in 2001—lower than the 1.5 per cent projected in the November Report.

The pace of expansion in the euro area and Japan is slowing somewhat more than expected.

United States

Recent developments indicate that the slowdown of the U.S. economy has been more abrupt and more pronounced than anticipated. Because that economy has been operating in excess demand, some slowdown is warranted to reduce inflationary pressures.

U.S. real GDP rose by only 2.2 per cent in the third quarter of 2000, down sharply from previous quarters (Chart 1). Employment growth has also slowed significantly in recent months, and average hours worked have fallen markedly.



Consumer spending (particularly for motor vehicles) and residential construction have eased in response to past increases in interest rates, declines in personal wealth associated with weakening stock prices, and higher energy prices.

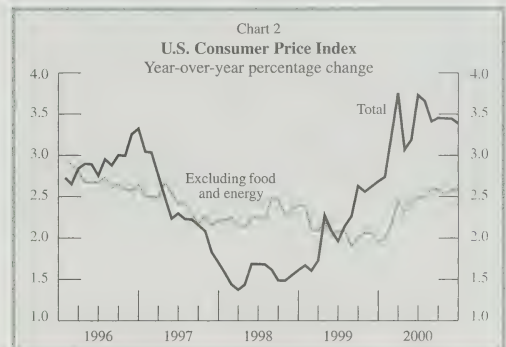
At the same time, tighter credit conditions and lending standards have

combined with reduced profit margins to restrain business investment.

The Bank now expects U.S. real GDP to expand by 2.0 to 2.5 per cent, on average, in 2001. Growth is expected to be particularly weak in the first half of the year, before rebounding relatively strongly in the third and fourth quarters.

Despite the slowdown in the U.S. economy to a rate below that of potential growth, core inflation has not yet shown signs of easing (Chart 2). The U.S. economy continues to operate at a high level, as evidenced by the low unemployment rate.

Nonetheless, at its December meeting, in light of the slowing in the pace of activity, the Federal Open Market Committee shifted its forward-looking focus from heightened inflation pressures to economic weakness. And in early January, the Committee made an intermeeting decision to lower its target federal funds rate by 50 basis points.



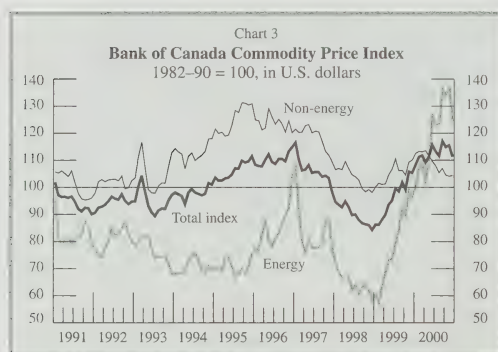
As of 23 January, financial markets were expecting that the U.S. Federal Reserve would reduce its federal funds target by an additional 50 basis points at its end-January meeting and a further 50 basis points by mid-year.

The expected slowdown of the U.S. economy has been more abrupt than anticipated.

Commodity prices

Prices for crude oil and natural gas have been volatile since the end of October, driven by low inventories of petroleum products such as heating oil, by cold winter weather, and by short-term concerns over tensions in the Middle East. On balance, however, oil prices have eased over the period, as the effects of increases in world supply have become more apparent. Natural gas prices, while currently very high because of tight supplies and winter weather conditions, are also expected to ease somewhat this year.

Although cattle and grains prices have recovered, the U.S.-dollar price of non-energy commodities has been below the Bank's previous expectations (Chart 3).



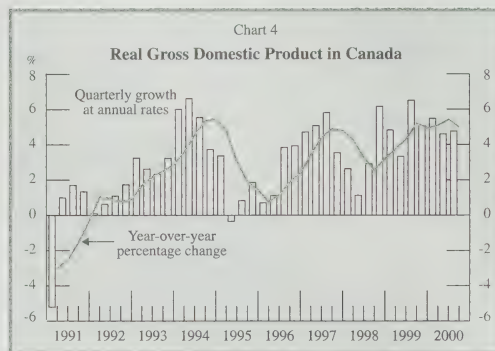
Canadian Economic Developments

Aggregate demand, output, and estimated pressures on capacity

Real GDP rose at an annual rate of 4.8 per cent in the third quarter of 2000, above the upper end of the range projected in the *November Report* (Chart 4).¹ Once again, business investment in machinery and equipment increased considerably, reflecting further gains in profits. Household spending also grew quite strongly. Export volumes

1. In the *November Report*, real growth in the third quarter was expected to be between 3.5 and 4.5 per cent.

edged down, however, mainly owing to a marked slowing in the growth of U.S. aggregate demand and to supply problems in the energy and automotive sectors. This abrupt weakening in the growth of external demand for Canadian goods contributed to a substantial rise in inventories in the manufacturing sector.



For the last quarter of 2000, current information suggests that economic growth was in a range of 3 to 3.5 per cent. A modest recovery in exports seems to have occurred, as the above-mentioned supply problems were resolved. Residential construction appears to have risen considerably, while overall consumer expenditures were supported by a further rise in employment. Spending on motor vehicles fell back, however, as dealer incentives became less attractive. Early information also suggests that the pace of business investment eased substantially.

The Canadian economy, after a very strong performance in 2000, is expected to grow by about 3 per cent this year.

With higher-than-expected growth in the third quarter and small upward revisions to real GDP in the first half of the year, economic activity in 2000 is expected to have grown by 5 per cent on an annual average basis. For

2001, the Bank is now projecting economic growth of about 3 per cent—the bottom of the 3 to 4 per cent range projected last November and about equal to the Bank's projected rate of potential growth for the economy. This downward revision reflects the implications for Canada of a weaker U.S. economy, especially in the first half of the year.

The Canadian economy is operating at about full capacity.

The strength of Canada's economic growth in the third quarter of 2000 and the monitored good performance in the fourth quarter suggest that the Canadian economy is operating at about full capacity, as projected in the November Report.

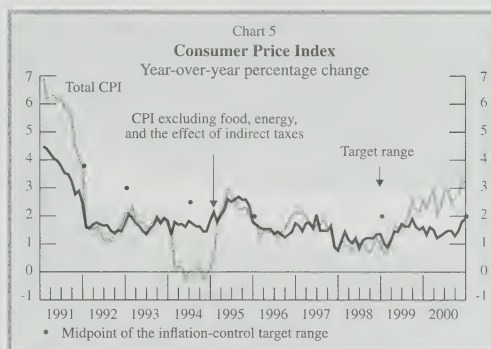
Statistics Canada's measured rate of capacity utilization for the non-farm, goods-producing sector in the third quarter was at about the same level as in the late 1980s. There are continuing reports of skilled labour shortages in areas such as the high-technology and construction sectors. As well, vacancy rates in the residential and commercial real estate sectors are very low.

Still, several indicators of pressures on capacity suggest that a small amount of slack remained in the second half of 2000. For example, the level of inventories relative to sales has risen over the past year, and labour market participation rates have also continued to increase.

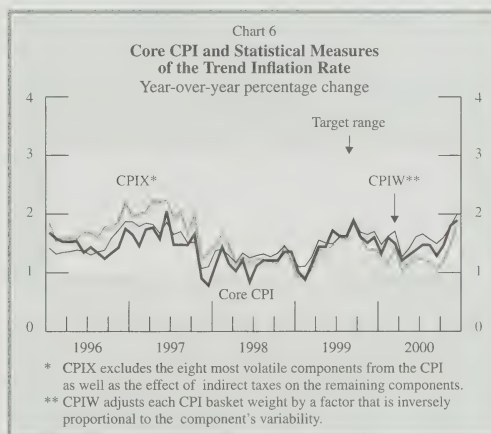
Overall, the full range of current indicators suggests that the economy is operating close to capacity.

Prices and costs

The 12-month rate of increase in the core CPI was 1.9 per cent in December, up from 1.3 per cent in September and marginally above the expectations of the November Report (Chart 5). The higher-than-anticipated level of core inflation partly reflected efforts by motor vehicle manufacturers and dealers



to reduce price discounting. The rise in core inflation in the fourth quarter may also be another indicator that the amount of slack in product markets has largely been absorbed. Other statistical measures of the trend rate of inflation were close to the core rate (Chart 6).



The 12-month rate of increase in the total CPI in December was 3.2 per cent. This continued to be well above core inflation and reflected the substantial increase in energy prices at the consumer level over the past year. While the first-round effects of higher energy costs on the core CPI have been minimal, recent announcements of fare increases in the transportation sector will likely affect consumer prices in 2001.

Based on the indicators in Chart 7, as well as on labour compensation per person-hour in the business sector (Chart 8), the underlying rate of increase in the average wage appears to have edged up to just over 3 per cent.

The year-over-year increase in output per person-hour in the business sector in the third quarter of 2000 was 2.1 per cent. As a result, the year-over-year rise in unit labour costs in the business sector was held to 1.0 per cent.

Core inflation is now expected to steady out at close to 2 per cent through 2001, although month-to-month volatility may cause it to exceed that rate temporarily in the

near term. This outlook reflects longer-term inflation expectations remaining near 2 per cent and the economy staying broadly in balance between aggregate demand and supply.

Core inflation is expected to steady out at close to 2 per cent in 2001.

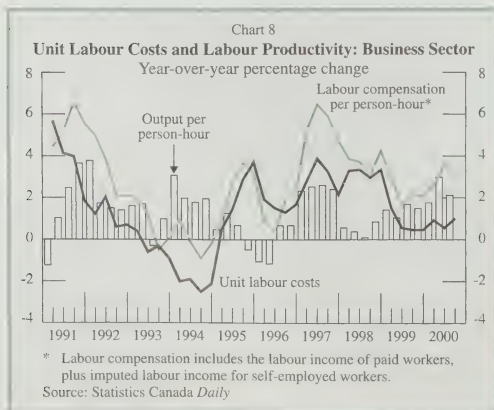
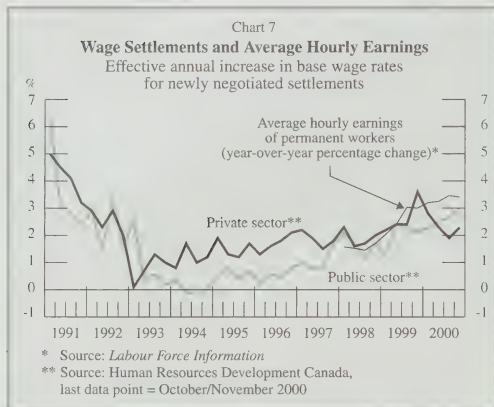
If crude oil prices remain at or below US\$30 a barrel, the year-to-year increase in the total CPI is expected to decline to about 2 per cent in the second half of 2001.²

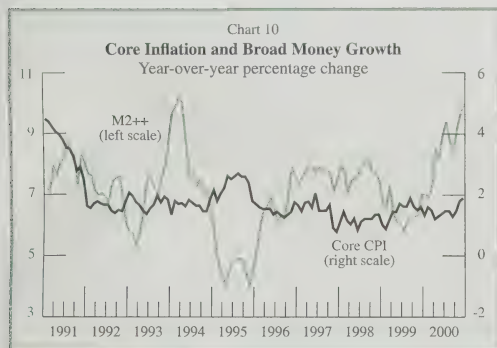
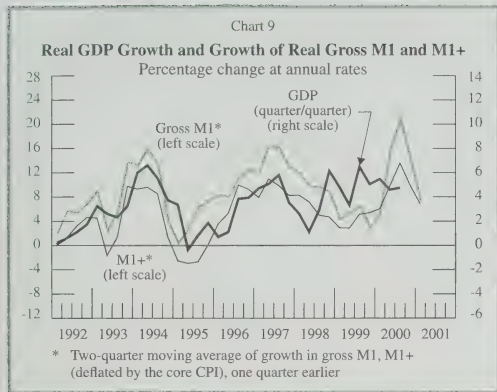
Developments in the monetary aggregates

Growth in gross M1 slowed further in the fourth quarter. The three-month growth rate of gross M1 fell to 7 per cent in December, well below the rates recorded earlier in the year. Nevertheless, at 15 per cent, year-over-year growth in gross M1 remains strong. The year-over-year rates of increase in M1+ and M1++ have held steady over the last three months, at about 12 and 10 per cent, respectively. Special factors are keeping the rate of expansion of the narrow aggregates stronger than the underlying growth in transactions balances. It is estimated that deposits of financial institutions with banks and deposits of businesses and individuals at investment dealers continue to account for about 3 percentage points of the year-over-year growth in gross M1.

If the various data distortions are taken into account, the recent expansion in narrow money suggests that real GDP will grow at about 4 per cent in 2001—stronger than the Bank's projection for GDP growth (Chart 9). The growth in the narrow money aggregates suggests that core inflation may move above the midpoint of the target range in 2001.

2. This projection is consistent with an average annual rate of increase in the total CPI in 2001 that is very close to the average private sector forecast of 2.4 per cent (from the January 2001 issue of *Consensus Forecasts*).

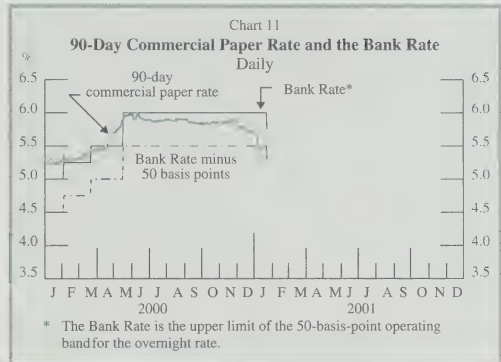




Year-over-year growth in the broad aggregate M2++ rose to 10 per cent in December (Chart 10). The strength of M2++ suggests a profile for core inflation slightly above that implied by the narrow aggregates.

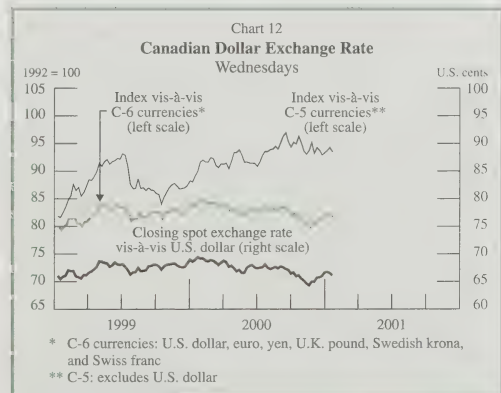
Monetary conditions and monetary policy operations

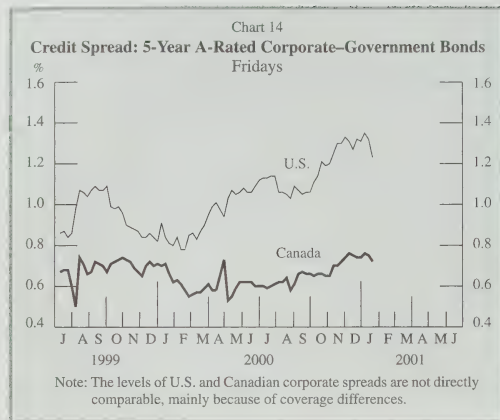
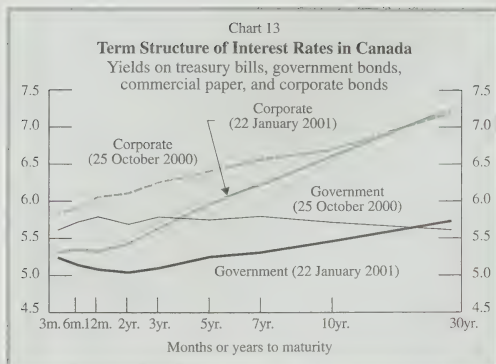
The Bank held the Bank Rate (Chart 11) constant at 6.0 per cent on 5 December, its first fixed announcement date, and lowered it to 5 3/4 per cent on its 23 January announcement date. Both decisions were largely anticipated by financial markets. Markets expect further declines in short-term interest rates between now and mid-year.



Over the past three months, the monetary conditions index has fluctuated between -6.7 and -5.5, reflecting the combination of declines in short-term interest rates and some firming of the Canadian dollar (Chart 12). The appreciation of the Canadian dollar in part reflects an adjustment of the U.S. dollar against many major currencies in response to the slowdown of the U.S. economy relative to other economies and the declines in U.S. interest rates.

The term structure of interest rates on government debt (Chart 13) has drifted lower in both Canada and the United States as market participants have become increasingly convinced that economic growth





in the United States is slowing to a rate below potential. Yield spreads between Canadian and U.S. government securities turned modestly positive for maturities of 2 to 30 years late in 2000 and have remained so since then.

Credit conditions faced by Canadian borrowers have been tightening somewhat as lenders have become more risk-averse at this point in the economic cycle.

In the United States, credit conditions have generally tightened more than in Canada, likely reflecting market sentiment about the extent of the U.S. economic slowdown. Those conditions, reflected in credit spreads, have eased somewhat following the recent move by the Federal Reserve to lower interest rates (Chart 14).

Since the peaks established last summer, most of the world's major stock market indexes have declined. Movements in technology stocks have been particularly volatile. More recently, while most stock markets have risen, they remain well below their earlier peaks and volatility persists. Stock prices may now embody more realistic expectations of future profit growth, particularly in the technology sector. At the same time, the volatility in stock prices may reflect market participants' uncertainty about the future prospects for global economic expansion.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in May and November. Regular *Updates* are published in August and February. Copies may be obtained from:

Publications Distribution,
Communications Department,
Bank of Canada,
Ottawa, Ontario,
Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248;

e-mail: publications@bankofcanada.ca or visit our Web site:

<http://www.bankofcanada.ca>

MONETARY POLICY REPORT

UPDATE

– August 2001 –

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It includes information received up to the fixed announcement date on 17 July 2001 and updates the May 2001 Monetary Policy Report.

Overview

The Bank's outlook for inflation and overall economic activity in Canada to the end of 2002 has not changed fundamentally from that presented in the May *Monetary Policy Report*. The pace of economic expansion, after falling below the economy's growth potential in the first half of this year, is expected to begin to strengthen in the third and fourth quarters and to pick up further to slightly above potential growth in 2002.

Most of the factors supporting this outlook continue to be those discussed in the May *Report*—an expected strengthening in U.S. economic growth, substantial progress in adjusting inventory levels in key sectors of the economy, the easing that has taken place in domestic monetary conditions, and tax cuts boosting Canadian disposable incomes.

Since the spring, however, several important factors have changed relative to earlier expectations. In the United States, recently introduced tax cuts (which include rebates beginning in July) are expected to boost household spending and provide an offset to the weakness in capital investment that is now projected to last through year-end. In addition, economic conditions outside North America have weakened

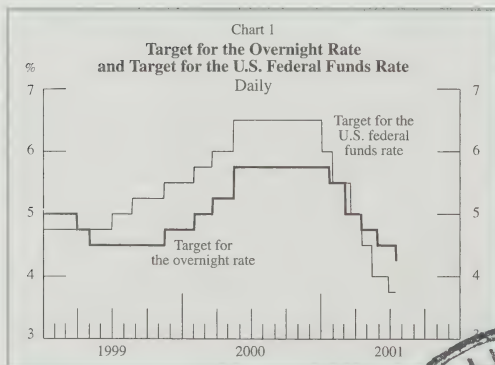
Highlights

- The Bank lowered the overnight interest rate by 25 basis points on 17 July, following a similar cut on 29 May, bringing the target for the overnight rate down to 4.25 per cent.
- The cumulative 150-basis-point reduction in the policy interest rate this year is underpinning domestic economic growth in the face of weak conditions outside North America and uncertainty about the recovery of U.S. business investment spending.
- Economic growth in Canada is projected to pick up in the second half of this year and to make further gains in 2002.
- Core inflation is projected to fall to about 2 per cent in the second half of 2001 and stay close to 2 per cent through 2002.
- Total CPI inflation, which is currently above 3 per cent, is projected to move down to about 2 per cent by the end of 2001.

and the financial difficulties facing several emerging-market economies have intensified. The cumulative effects of policy actions taken in both Canada and the United States since the beginning of the year are working to counter spillover effects from abroad.

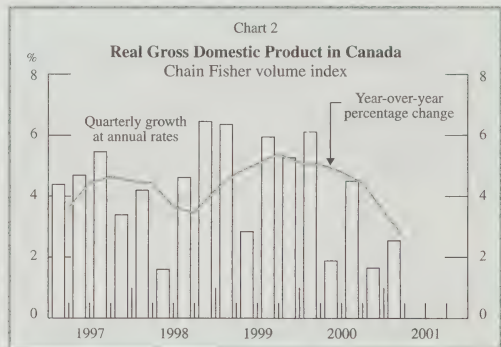
With the slowdown in the first half of 2001 easing pressures on capacity, core inflation is expected to decline to around 2 per cent in the second half of the year. It is then projected to steady out at that rate through 2002 as the pace of economic activity in Canada strengthens. Total CPI inflation is also expected to move down to about 2 per cent by the end of this year. Recent declines in the prices of gasoline, natural gas, and crude oil have reduced the risk that the high energy prices experienced earlier this year could have broader pass-through effects on Canadian consumer prices.

On 29 May, the Bank lowered its target for the overnight rate of interest by 25 basis points, and on 17 July it lowered the target by a further 25 basis points to 4.25 per cent, bringing the cumulative decline since the beginning of the year to 150 basis points (Chart 1). These decisions were judged to be consistent with keeping inflation close to the inflation-control target rate of 2 per cent over the medium term, thereby contributing to sustained economic and employment growth in Canada.



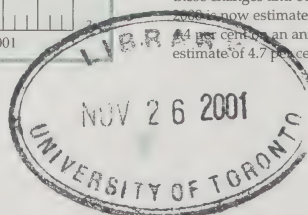
Recent Economic and Financial Developments

Real GDP growth in Canada averaged 2.1 per cent at an annual rate over the fourth quarter of last year and the first quarter of this year, compared with 4.2 per cent over the first three quarters of 2000 (Chart 2).¹ This marked slowdown resulted primarily from reduced U.S. demand for Canadian products, especially automobiles and telecommunications equipment, and from lower Canadian investment in machinery and equipment. Over the same period, activity in the oil and natural gas sector rose strongly, supported by high levels of profitability. In addition, household spending continued to show underlying momentum, sustained by further employment growth and by tax reductions by both the federal and provincial governments.



Based on the latest available indicators, the same trends continued through the second quarter of the year, with GDP growth

1. The real GDP measure published by Statistics Canada is now based on estimates using the chain Fisher volume formula and also includes a change in the treatment of software spending by businesses and governments (see Technical Box 3 in the May Report). For more details on the changes to the measurement of real GDP, see Statistics Canada's Web site (www.statcan.ca) and the Bank of Canada's Web site (www.bankofcanada.ca). With these changes and other historical revisions, real GDP in 2000 is now estimated by Statistics Canada to have grown by 4.7 per cent on an annual average basis (instead of the previous estimate of 4.7 per cent, which valued output at 1992 prices).



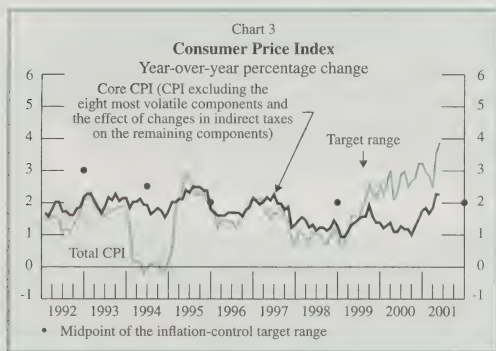
estimated to have been in a range of 1 to 2 per cent (at an annual rate). While growth in household spending appears to have slowed, it has, nonetheless, remained relatively robust. Exports recovered somewhat, but reductions in inventory investment continued, and capital spending by businesses has remained weak.

The slowdown in the pace of activity through mid-year has eased pressures on production capacity. It is estimated that the economy moved from a position of excess demand at the turn of the year to one of slight excess supply in the second quarter.

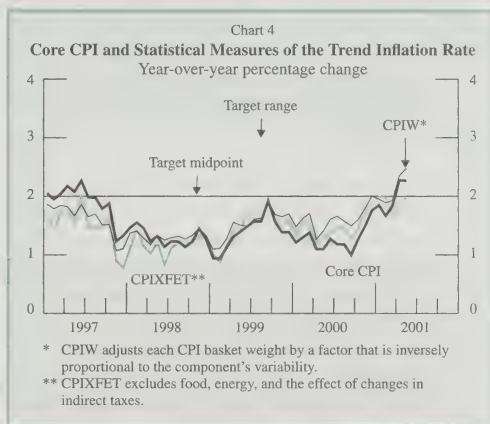
Core inflation was 2.3 per cent in May, up from 1.7 per cent in February and higher than had been expected in the *May Report* (Chart 3).² The rise in core inflation was associated with an economy operating at or above capacity at the end of 2000. Core inflation had been held down temporarily early this year as a result of increased price discounting by motor vehicle manufacturers and dealers and by a special provincial government credit program for electricity customers in British Columbia. Other statistical measures of the trend rate of

inflation have been broadly in line with the Bank's core measure of inflation (Chart 4).

The 12-month rate of increase in the total CPI was 3.9 per cent in May, well above the rate of about 3 per cent experienced since the autumn of 2000. In addition to the factors affecting core inflation, the rate of increase in the total CPI was boosted by a jump in natural gas prices (resulting from continued tight supplies as well as the termination of an Alberta government assistance program), and by a temporary spike in gasoline prices.



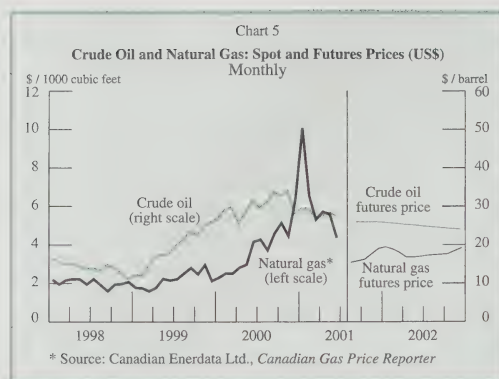
2. The core measure of CPI inflation excludes the eight most volatile components of the CPI, as well as the effect of changes in indirect taxes on the remaining components. The eight most volatile components are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs. Information on the reasons why the Bank of Canada adopted this measure of core inflation is provided in the Bank's May 2001 publication, *Renewal of the Inflation-Control Target—Background Information*.



Despite broad-based increases in energy prices over the last two years, the estimated pass-through of higher energy prices to other components of the total CPI has been limited—less than 0.1 per cent over the past year.

In June, prices for gasoline fell back considerably. This is expected to be an important factor in bringing total CPI inflation for June down noticeably from May.³ Moreover, spot and futures prices for both crude oil and natural gas have also fallen, pointing to lower consumer prices for energy products in coming months. The recent declines in the prices of gasoline, crude oil, and natural gas (Chart 5) reflect a better

3. Expectations as of 17 July, prior to the release of the CPI on 20 July.

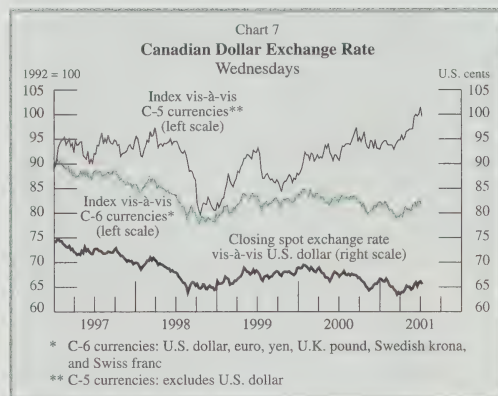


balance between supply and demand as softening demand has allowed stocks to build up again.

Although economic indicators have remained mixed, they have, on balance, been stronger than expected by financial markets and have led to a somewhat more positive sentiment regarding the outlook for the Canadian economy. In particular, concerns about a further substantial deterioration of the U.S. economy have lessened since the *May Report*. As a result, yields on medium-term Canadian bonds have increased since mid-April (Chart 6).

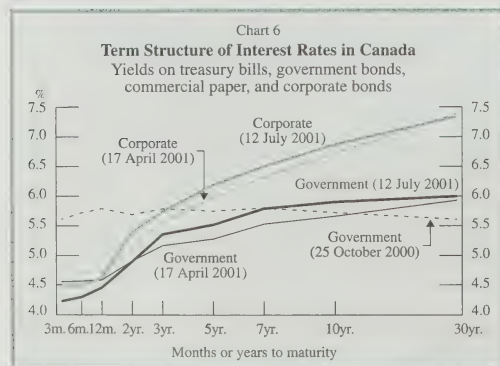
In the context of a slowing global economy, the continuing relative strength of Canada's economic fundamentals has contributed to a rise in the trade-weighted value of the Canadian dollar since early April. This has reflected primarily a rise

against major currencies other than the U.S. dollar (Chart 7). More recently, uncertainties associated with developments in some emerging-market economies have led to increased volatility in exchange markets.



The Outlook

The Bank's outlook for economic growth in Canada in 2001 and 2002 remains very close to that of the *May Report*. Real GDP growth in 2001 is still expected to be in a range between 2 and 3 per cent. Following moderate growth in the first and second quarters, real GDP is expected to rise at an annual rate of between 2.5 and 3.5 per cent in the second half of 2001. In 2002, the pace of Canada's economic expansion will likely be slightly higher than the Bank's estimate for potential output growth of about 3 per cent.



The Bank's outlook for economic growth in Canada in 2001 and 2002 remains very close to that of the May Report, with real GDP growth in 2001 still expected to be in a range between 2 and 3 per cent.

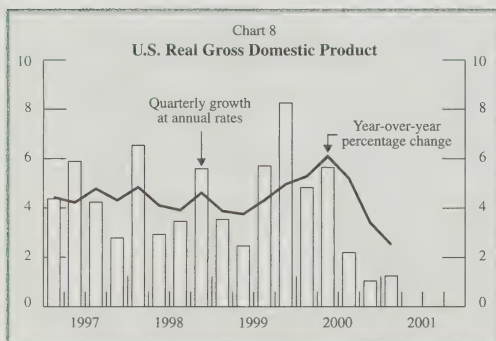
The factors that support this outlook continue to include: substantial progress in adjusting inventory levels, a turnaround in business investment (including continued high levels of investment in the energy

sector), the easing in domestic monetary conditions, domestic tax cuts, and the expectation of a modest recovery in U.S. economic growth. Employment growth, however, is likely to lag the pickup in activity, and thus job gains are likely to be modest through the summer months.

The U.S. economy is still expected to strengthen in the second half of 2001.

The U.S. economy is still expected to strengthen in the second half of 2001 as a result of the significant declines in interest rates, the impact of announced tax cuts (which include rebates beginning in July), and a reduced rate of inventory liquidation. Although business investment (especially in telecommunications technology) is now expected to remain weak for a longer period than was anticipated at the time of the *May Report*, consumption is projected to be stronger, owing to the introduction of the tax reductions and associated rebates. Together with the slightly stronger-than-anticipated momentum at the beginning of the year (Chart 8), which was bolstered by automobile purchases, these factors should support U.S. economic growth for 2001 in the upper half of the 1 to 2 per cent range indicated in the *May Report*. In 2002, growth is projected to average 2.5 to 3.5 per cent (the same as in the *May Report*).

Chart 8
U.S. Real Gross Domestic Product



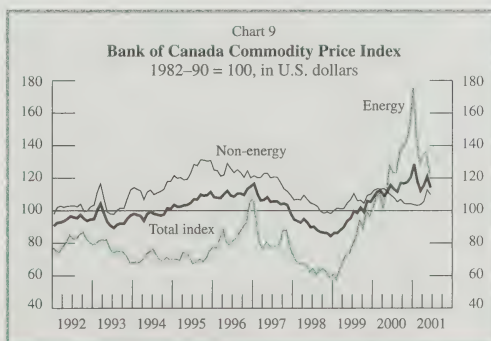
The outlook for economic growth in the overseas economies has, however, weakened from earlier expectations, in part because of adverse spillover effects from the slowdown in the U.S. economy. Growth in the European economies has softened, while Japan's situation has deteriorated further, reflecting in part the structural problems facing that economy. The near-term outlook for emerging-market economies has also weakened, and uncertainties persist around the situations in Argentina and Turkey.

The outlook for economic growth in the overseas economies has, however, weakened from earlier expectations.

In response to the slowdown in world economic growth, the U.S.-dollar price of non-energy commodities is projected to ease over the remainder of the year (Chart 9). The surge in lumber prices, which boosted the Bank of Canada's index in the second quarter, has partially reversed in response to inventories returning to more normal levels. However, lumber prices are likely to remain volatile.

It is estimated that some slack emerged in the Canadian economy by the second quarter of 2001. This should lead core inflation to decline from 2.3 per cent in May to about 2 per cent in the second half of 2001, in line with long-term inflation expectations. With

Chart 9
Bank of Canada Commodity Price Index
1982-90 = 100, in U.S. dollars



the economy expected to expand next year at a rate slightly above its growth potential, slack should be eliminated and core inflation should steady out at around 2 per cent through 2002.

Core inflation is expected to decline to about 2 per cent in the second half of 2001 and remain around that level through 2002.

With the prices of many energy commodities down significantly from earlier peaks, the year-to-year rise in consumer energy prices should fall through the autumn. As a result, total CPI inflation should move down to about 2 per cent by the end of 2001.

* * *

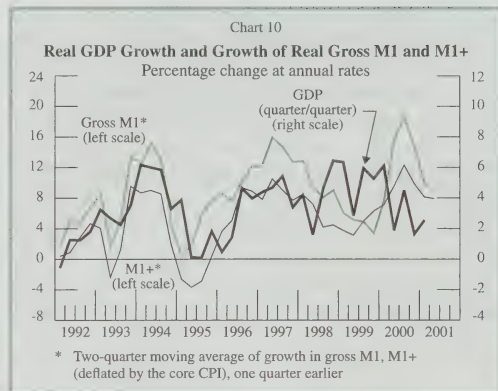
Detailed Indicators

In preparing its outlook for inflation, the Bank examined the recent behaviour of the monetary and credit aggregates, as well as other indicators of pressure on inflation and production capacity.

Monetary and Credit Aggregates

The monetary aggregates continue to suggest a stronger outlook for growth and somewhat higher inflation than the Bank's overall projection. Growth in the narrow aggregates has been greater than expected since February but remains well below the rates experienced at the end of 2000 (Chart 10).

Part of the recent strength in the narrow aggregates likely reflects a temporary increase in the precautionary demand for money. In the face of stock market uncertainty and concerns over future income, firms and individuals may be choosing to hold a higher level of liquid deposits. To the extent that this increase in deposits will be



used to purchase savings vehicles once uncertainty is reduced, it should not lead to inflationary pressures.

While money growth has been a little stronger than expected, growth in business credit—particularly short-term credit—was weaker than expected. The slowing partly reflects a tightening in credit conditions for certain sectors, especially telecommunications. Household credit has continued to grow at a moderate pace.

Indicators of Pressure on Inflation and Capacity

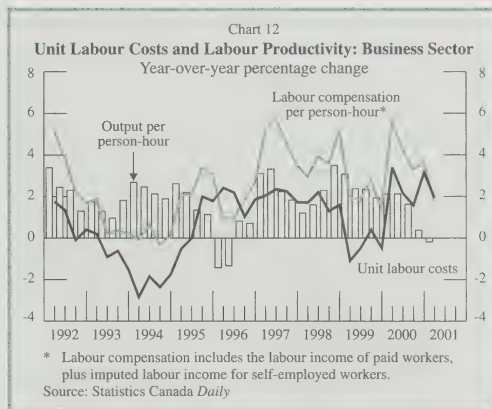
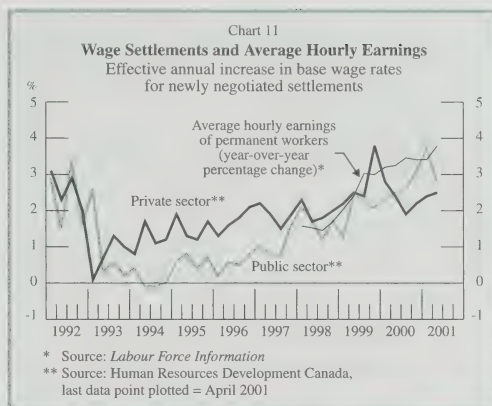
Several indicators have been consistent with the view that pressures on production capacity eased in the first half of 2001. The ratio of unfilled orders to shipments in the manufacturing sector (excluding the aerospace industry) has decreased over the past year, and manufacturers' inventories have risen considerably relative to sales. Moreover, while the unemployment rate has risen only slightly since mid-2000, the recent decline in the help-wanted index indicates an easing in the labour market. The Bank's most recent survey of firms also suggests that capacity pressures and labour shortages were less intense than at the end of 2000.

Other indicators, however, suggest that capacity pressures in product and labour markets persisted into the early part of this

year. In labour markets, certain areas, notably health services and trades, continued to experience pressures. Based on the average hourly earnings of permanent workers, the underlying rate of increase in labour compensation moved up slightly to a range of 3.5 to 4.0 per cent in the second quarter of 2001 from a range of 3.25 to 3.75 per cent in the second half of 2000 (Chart 11).

In addition, Statistics Canada's measured rate of capacity utilization for the non-farm, goods-producing sector in the first quarter of 2001 was still well above normal levels, although it had eased since mid-2000. Vacancy rates in the commercial real estate sector were also at very low levels in the first quarter of 2001.

Between the first quarter of 2000 and the first quarter of 2001, output per person-hour in the business sector fell 0.2 per cent, and unit labour costs rose 1.9 per cent (Chart 12). While productivity growth is expected to rise as the economy gains momentum, increases in unit labour costs are likely to remain in the 2 to 3 per cent range over the near term.



The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in May and November. Regular *Updates* are published in August and February. Copies may be obtained from:

Publications Distribution
Communications Department
Bank of Canada
Ottawa, Ontario
Canada K1A 0G9

Telephone: (613) 782-8248
e-mail: publications@bankofcanada.ca
Web site: <http://www.bankofcanada.ca>

1
V73
A57

MONETARY POLICY REPORT

UPDATE

– January 2002 –



This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada.

It includes information received up to the fixed announcement date on 15 January 2002 and updates the November 2001 Monetary Policy Report.

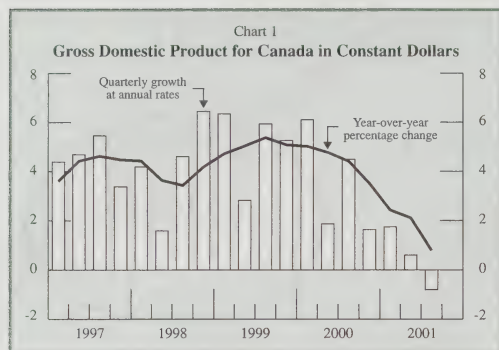
In the November *Monetary Policy Report*, the timing and extent of the recovery in economic activity in Canada this year was seen as depending crucially on geopolitical developments and on how quickly consumer and business confidence would return to normal. Two polar scenarios were envisaged. In one, consumer and business confidence stayed fragile through 2002, contributing to sluggish growth. In the other, confidence was restored quickly, leading to robust growth early this year.

While robust growth is not yet underway, geopolitical developments have evolved positively, and consumer confidence has improved. Thus, the likelihood that economic growth this year will be between these two scenarios, and broadly in line with the Bank's "working assumptions" of last November, has increased.¹ This implies that the economy should gain significant momentum as the year progresses. However, business confidence remains weak in many countries, with the recovery in global business investment being the major area of uncertainty for the outlook. Relative to its assumptions of last November, the Bank now expects the amount of economic slack in 2002 to be somewhat greater.

1. As a result of developments over the past two months, the Bank is reverting to its customary practice of presenting a range of 1 percentage point around the midpoint of its projection for Canadian GDP growth.

Highlights

- The Bank has lowered its key policy rate by 75 basis points since the November *Report*, bringing the total reduction over the past 12 months to 375 basis points.
- Relative to last November, the amount of economic slack in 2002 is now expected to be somewhat greater.
- However, the likelihood that the economy will gain significant momentum as the year progresses has increased.
- With economic slack starting to diminish in the second half of 2002 and expected to disappear by late 2003, core and total CPI inflation should be back close to 2 per cent in about two years.
- The major uncertainty for the outlook is the timing and strength of the recovery in global business investment.



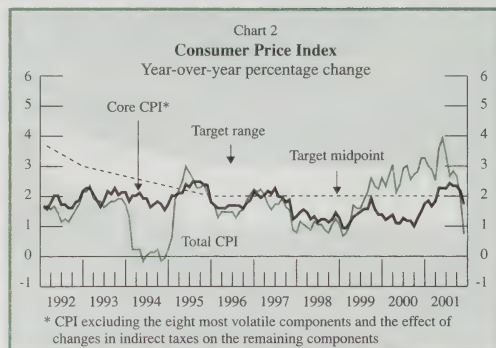
Recent Economic and Financial Developments

After declining by 0.8 per cent at an annual rate in the third quarter of 2001, Canada's real GDP (Chart 1) is estimated to have remained largely unchanged in the fourth quarter. This would result in annual average growth for 2001 of about 1.5 per cent.

Some sectors of the economy have recovered quickly from the disruptions associated with the terrorist attacks on the United States last September. But in other areas, the adverse effects have persisted. In particular, activity in air travel, tourism, and certain manufacturing operations has remained well below that prior to the attacks. Automobile sales were at record levels in December, but some of these sales appear to have been brought forward from the first quarter of this year.

On balance, these sectoral developments suggest that, on average over the fourth and first quarters, the economy will have expanded by slightly less than was expected in the *November Report*, creating a correspondingly larger output gap.

The 12-month rate of increase in the core CPI was 1.7 per cent in November, down from 2.3 per cent in September (Chart 2). This decline in core inflation, while consistent with an economy that has moved into a position of excess supply, occurred sooner than expected in the last *Report*. This lower-than-expected level of core inflation mainly reflected increased price discounting by motor vehicle



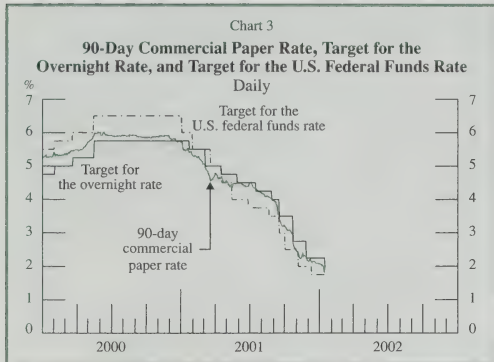
manufacturers and dealers, as well as by operators of travel accommodation, to stimulate sales following the sharp fall-off in September.

The 12-month rate of increase in the total CPI was 0.7 per cent in November, down sharply from 2.6 per cent in September. This marked decrease relative to the core rate stems mainly from the significant decline in the world prices of energy commodities over the past year.

In response to weaker domestic activity, rising levels of economic slack, and attendant downward pressures on inflation, the Bank lowered its target for the overnight rate by 50 basis points on 27 November 2001 and by 25 basis points on 15 January, bringing the level down to 2 per cent. Since the beginning of 2001, the Bank's key policy rate has been reduced by a total of 375 basis points. More than half of this reduction has occurred since late August (Chart 3).

Over the two months up to 15 January (the last fixed announcement date), the Canadian dollar fluctuated around a relatively low level against its U.S. counterpart. This situation reflected the general cyclical weakness of the world economy and commodity prices, as well as the uncertain international economic and political situation. The Canadian dollar strengthened somewhat against other major currencies over this period.

Because of the weakness in economic growth and the uncertainty surrounding



the outlook, certain sectors of the Canadian economy have experienced somewhat tighter credit conditions. There has recently been some easing in these conditions, however. As well, equity markets have recovered from the lows that followed the terrorist attacks.

Prospects for Growth

Recent geopolitical and economic developments increasingly point to the likelihood that economic growth in North America will gather significant momentum over the course of the year. The geopolitical situation has improved, and there are indications of a recovery in consumer confidence in both the United States and Canada from the low points reached after the terrorist attacks. However, business confidence in both countries remains weak, primarily reflecting the fact that the adjustment in inventories and fixed investment has not yet fully run its course and that corporate profits are low. The timing and strength of the recovery in global business investment represents the major uncertainty for the outlook.

Growth in the U.S. economy is projected to be modest in the first half of 2002. Business investment is expected to remain sluggish through the period, while the phasing out of generous price incentives on motor vehicles, a high level of consumer indebtedness, and rising unemployment are likely to slow the rate of increase in household spending. Lower

energy prices will, however, be a positive factor for households.

In the second half of the year, business confidence is assumed to recover as the inventory correction ends and the significant amount of fiscal and monetary stimulus continues to support household spending. Investment spending should begin to pick up as corporate earnings start to recover. These developments should lead to a strong rebound in the U.S. economy in the second half of the year—to growth rates above that of potential output.

On an annual average basis, this would imply a growth rate for U.S. real GDP of around 3/4 per cent in 2002, slightly below the rate expected in the Bank's last *Report*. Nevertheless, with the pace of activity firming over the course of the year, U.S. growth is expected to be close to 2 1/4 per cent on a fourth-quarter-over-fourth-quarter basis.

Prospects for economic growth in other industrialized countries have weakened since the release of the November *Report*. In Europe, the spillover effects to domestic demand from geopolitical uncertainties and the U.S. slowdown have apparently dampened economic growth by more than had been anticipated. Nevertheless, economic activity is expected to strengthen somewhat during the second half of the year in response to the earlier easing in monetary policy, lower energy prices, and the projected U.S. recovery. The economic outlook in Japan has also worsened, owing to ongoing structural difficulties and deteriorating business and household confidence.

Activity in emerging-market economies is generally expected to recover through 2002 as global demand picks up. The Argentine default has had little impact on other emerging-market borrowers.

The projected recovery in world economic growth should gradually boost the U.S.-dollar prices of non-energy commodities through 2002 from their current low levels. Prices for both crude oil and natural gas are also likely to recover somewhat over this period.

In Canada, economic growth in the first half of 2002 is also projected to be modest and slightly lower than was previously projected on the basis of the Bank's working assumptions. Although household spending is expected to increase moderately, business investment and export growth are likely to remain weak. Cash-flow effects from lower energy prices will be one factor constraining capital spending in Canada. Growth of real GDP, on an annualized basis, is now expected to average between 1 and 2 per cent in the first half of this year.

Demand for Canadian exports should increase significantly in the second half of the year as a result of the strengthening of the U.S. economy. As well, the substantial amount of monetary stimulus that has been provided, together with the impact of recent government measures to improve national security and further reduce tax rates, will continue to support growth in domestic spending. These conditions should lead to a restoration of business confidence and to the start of a recovery in business investment.

Thus, the pace of economic activity in Canada is still expected to be above potential growth in the second half of the year—in the range of 3 to 4 per cent. On an annual average basis, GDP growth for 2002 would be in a range around a midpoint of slightly above 1 per cent—broadly in line with the latest average private sector forecast. This growth profile means that the amount of economic slack through 2002 would be somewhat greater than was anticipated at the time of the last Report.

Since last autumn, financial markets have remained volatile, reflecting uncertainty regarding the international economic and

geopolitical outlook. Nevertheless, expectations for future economic prospects have become more optimistic. In equity markets, the recovery from the effects of 11 September points to expectations of an economic recovery and of higher earnings. The more positive economic outlook among financial market participants is also reflected in the current steepness of the yield curve in bond markets.

The Outlook for Inflation

Although the November level of core inflation was somewhat lower than expected as a result of increased price discounting, most of this discounting is expected to diminish appreciably in coming months, in line with the recovery in consumer confidence. Nonetheless, core inflation will likely remain around its current level in the first half of the year, given the increased excess supply in the economy.

With slightly greater economic slack through 2002, core inflation is now expected to average just under 1 1/2 per cent in the second half. Total CPI inflation should remain below the core rate until late 2002, on the assumption that world energy prices increase only moderately from current levels.

By lowering its target for the overnight interest rate by 375 basis points since the beginning of 2001, the Bank has taken vigorous action to support growth in domestic demand. As a result, economic slack should start to diminish in the second half of 2002 and would be expected to disappear by late 2003. Consequently, both core and total CPI inflation should be back close to 2 per cent in about two years.

Copies of the *Monetary Policy Report* and the *Update* may be obtained by contacting the Bank at:

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca

Web site: <http://www.bankofcanada.ca>

MONETARY POLICY REPORT

UPDATE

– July 2002 –

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It includes information received up to the fixed announcement date on 16 July 2002 and updates the April 2002 Monetary Policy Report.

At the time of the April *Monetary Policy Report*, it was evident that a robust economic recovery was underway in Canada. The Bank therefore began to reduce the substantial amount of monetary stimulus in the economy.

In the past three months, the Canadian economy has continued to register strong growth. Spending on housing and consumer durables has been much stronger than expected. Business fixed investment no longer appears to be acting as a drag on growth, with signs of recovery in investment in machinery and equipment emerging. Among Canada's major trading partners, economic growth has been broadly in line with expectations.

Overall, in the first half of the year, the Canadian economy grew at a faster pace than anticipated. As a result, it has moved towards full production capacity more quickly than was expected in April. In addition, core inflation has been running slightly higher than projected.

In light of these developments, the Bank has continued to reduce the amount of monetary stimulus in the economy by raising its target for the overnight interest rate by 25 basis points on 4 June and again on 16 July. As we look forward, given the limited amount of excess capacity in the economy and the lags

Highlights

- The Canadian economy has continued to register strong growth and, as a result, has moved towards full production capacity more quickly than expected.
- The Bank has continued to reduce the substantial amount of monetary stimulus in the economy, raising its target for the overnight interest rate to 2.75 per cent.
- Economic growth in Canada is projected to be in the range of 3 to 4 per cent over the period to the end of 2003.
- There are both upside and downside risks to the outlook for the Canadian economy.
- The Bank remains focused on taking the necessary actions to achieve the 2 per cent target for inflation control.

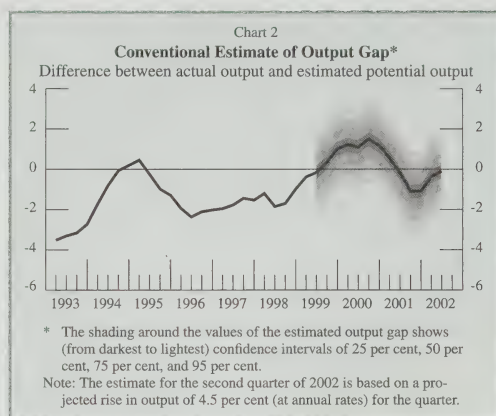
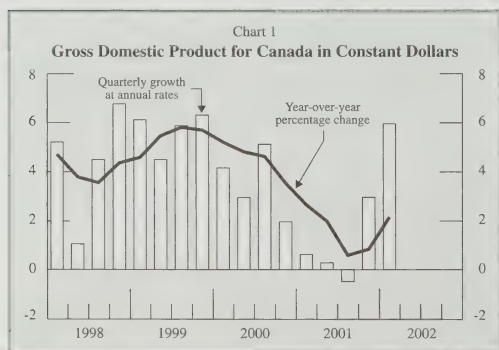
involved for the effects of interest rate changes to work through the economy, the Bank must remain focused on taking the necessary actions to achieve the 2 per cent target for inflation control.

With monetary policy still very accommodative, economic growth in Canada could well turn out to be stronger than the Bank's revised projection presented in this *Update*. At the same time, there are downside risks and uncertainties regarding the outlook. Most recently, global corporate and financial market developments have been adversely affecting investor confidence, resulting in rising risk premiums and falling equity prices. The near-term strength of final sales growth in the U.S. economy thus remains uncertain. Conditions in Latin America have deteriorated somewhat, and the geopolitical situation remains unsettled.

Recent Developments

Canada's economic recovery, which began in the last quarter of 2001, gathered momentum in the first half of this year. Real GDP (Chart 1) surged by 6 per cent at an annual rate in the first quarter of 2002 and is likely to have risen by about 4.5 per cent in the second quarter.

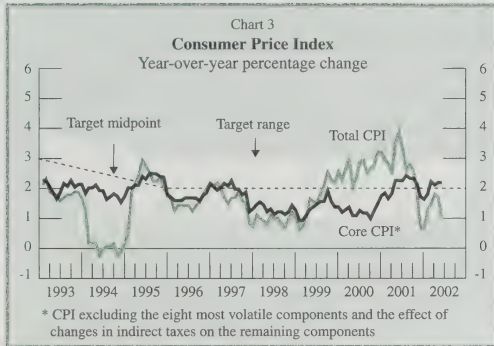
The significant easing of monetary policy during 2001 was a key factor behind the strong growth of household demand in the first half of this year. Canada's exports also rose considerably, as the U.S. economy began to recover. At the same time, the levels of both inventories and capital spending were stronger than anticipated. Together, these developments suggest a broadening of the recovery across sectors.



The economy is now operating with less excess supply than was projected in the last *Report*. Current estimates of the Bank's *conventional measure* of potential output and the output gap indicate that economic slack largely disappeared in the first half of 2002 (Chart 2). Other indicators, however, point to less pressure on capacity. For example, recent marked increases in employment have been accompanied by higher labour supply, given the greater-than-expected rise in the labour force participation rate. As well, information gathered by the Bank's regional offices does not suggest widespread capacity pressures. On balance, it is the Bank's judgment that the economy was operating at mid-year with somewhat more slack than the *conventional measure* of the output gap would suggest.

Core inflation was 2.2 per cent in May, slightly above the level projected in the April *Report* (Chart 3). Strong demand for housing and furnishings is putting upward pressure on the prices of both shelter and household durables. A large upward adjustment in the premiums for auto and home insurance has also kept the core rate up in recent months.

The 12-month rate of increase in the total CPI was 1.0 per cent in May, down from 1.5 per cent in February. This reduction relative to the core rate chiefly reflected a substantial decrease in the consumer price for natural gas, itself a lagged response to



last year's sharp decline in prices at the producer level.

Since early in the year, financial markets have reflected a divergent outlook for the Canadian and U.S. economies and for the expected policy responses. Canadian money market instruments have tended to price in expectations of policy rate increases in Canada, whereas in U.S. markets, participants have pushed out their timeline for the first tightening by the Federal Reserve. This has been reflected in the Canada-U.S. spread on 2-year instruments, which has widened significantly.

Since the *April Report*, the Canadian dollar has appreciated against the U.S. dollar. While reflecting strong Canadian economic data and wider interest rate spreads, this movement has also been part of a general weakening trend of the U.S. dollar against all major currencies. Concerns about U.S. corporate profitability and accounting practices, together with the large U.S. current account deficit, have contributed to weakness in the U.S. dollar. Against major currencies other than the U.S. dollar, the Canadian dollar has weakened.

Economic Prospects

Following a robust first quarter, U.S. economic activity is estimated to have slowed to around 2 1/2 per cent in the second quarter of this year, owing to slower growth in household spending and less support from inventory investment.

In the second half of the year, supported by ongoing stimulative policies, U.S. economic growth should pick up. In particular, capital spending is projected to start to strengthen, and demand by households should be sustained. On an average annual basis, U.S. real GDP is expected to grow by about 2 3/4 per cent this year. In 2003, economic growth is projected to average about 3 3/4 per cent. The downside risks to this outlook stem largely from recent corporate and financial market developments and their possible effects on corporate and household sector confidence and balance sheets.

In Japan, the contraction this year in economic activity is expected to be less pronounced than was anticipated in the *April Report*, owing partly to the somewhat faster recovery of exports. In Europe, real GDP growth is now projected to be slightly below earlier expectations because of persistent weakness in domestic demand.

Growth prospects for a number of emerging-market economies are expected to continue to improve, particularly in Southeast Asia. The situation in Latin America has worsened, however, as reflected in the recent sharp widening of interest rate spreads.

Over the next two years, the prices of non-energy commodities are projected to strengthen somewhat as the global economic expansion proceeds. Although energy prices are not expected to change significantly over the remainder of 2002, Middle East tensions continue to make these projections particularly uncertain.

For Canada, the Bank projects continued solid growth in aggregate demand and output. Spending by households should remain strong, although outlays on housing and related items will likely ease back from recent high levels towards the end of the forecast horizon. With the economy operating close to capacity, investment spending on machinery and equipment should contribute positively to growth in aggregate demand. As well, capital expenditures in the energy sector should increase, given expected prices for oil

and gas. And foreign demand for Canadian products is projected to continue to expand.

At the same time, selected sectors, such as telecommunications, continue to experience financial difficulty and, more recently, there have been growing concerns emanating largely from developments abroad about business accounting practices and the interpretation of corporate financial statements. This has led to falling investor confidence and, in turn, to rising risk premiums on corporate bonds and weakness in equity markets in Canada.

As we go forward, it is the Bank's view that the underlying economic situation will require further reductions in the amount of monetary stimulus. The timing and pace of policy adjustments will depend on the strength of the various factors at play and the implication for pressures on capacity and on inflation.

Over the period to the end of 2003, the Bank projects that the rate of economic expansion in Canada will be in the range of 3 to 4 per cent. Given the current accommodative stance of policy, real GDP growth could be in the upper part of this range in the second half of this year. Further out, in the second half of 2003, growth could be in the lower part, as growth of household spending slows from current unsustainably high rates and as imports pick up. Such a profile would result in real GDP growth, on an annual average basis, of close to 3 1/2 per cent in both 2002 and 2003—similar to the latest private sector consensus forecast.

This growth profile would return the Canadian economy to full production capacity in early 2003—sooner than was expected in April.

There are both upside and downside risks to this projection. On the positive side, growth over the period could turn out to be

stronger because of the amount of monetary stimulus still in place. On the negative side, there are the uncertainties associated with the recent global corporate and financial market developments and their potential effects on confidence and world economic growth.

The Outlook for Inflation

With the economy projected to be in a position of balance between aggregate demand and supply starting early next year, and given underlying inflation expectations, core inflation is expected to steady out at close to 2 per cent by mid-2003.

Until then, core inflation is expected to remain slightly above 2 per cent and even edge up somewhat in the fourth quarter of this year from its May level. This profile is based on several factors. The effects of the recent large increases in insurance premiums and of the earlier depreciation of the Canadian dollar will persist for some time before diminishing in 2003. Changes in the amount of price discounting are also playing a major role. Intense price discounting in the fourth quarter of last year temporarily lowered core inflation. With the strong recovery, the amount of price discounting has diminished significantly. This reversal is expected to show up as a temporary increase in the 12-month rate of growth of core inflation in the fourth quarter of this year.

Higher energy prices and increases in tobacco taxes are expected to push total CPI inflation up close to the core rate over the next two months. Through the second half of this year, the total and core rates are expected to be broadly in line. For 2003, total CPI inflation, like core inflation, is projected to level out near 2 per cent.

Excerpt from the *Monetary Policy Report* and the *Update* can be obtained by contacting the Bank at:

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca

Web site: <http://www.bankofcanada.ca>

A1
N73
M57

MONETARY POLICY REPORT

UPDATE

– January 2003 –



This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It includes information received up to the fixed announcement date on 21 January 2003 and updates the October 2002 Monetary Policy Report.

At the time of the October *Monetary Policy Report*, the Bank projected that core inflation would rise in the fourth quarter of 2002, reflecting a combination of one-off factors—including the rise in insurance premiums—and the “echo effect” from developments towards the end of 2001. It was expected that the overall impact of these factors would peak in the fourth quarter, with core inflation reaching about 3 per cent at year-end, and that these effects would diminish through 2003. Thus, core inflation and total CPI inflation were expected to return to 2 per cent in the second half of 2003.

Rates of inflation since the October *Report* have come in somewhat higher than expected. This reflects not only a stronger-than-expected increase in insurance premiums but also some broadening of price pressures.

After expanding significantly faster than potential during the first half of 2002, the Canadian economy slowed to a growth rate close to potential in the second half of the year. With this slowdown, the level of economic activity in Canada has remained near capacity since mid-year. Indeed, the higher-than-expected rates of inflation, together with various

Highlights

- Rates of inflation have risen somewhat more than expected at the time of last October's *Monetary Policy Report*.
- Stronger-than-expected increases in insurance premiums and some broadening of price pressures, possibly reflecting an economy operating closer to capacity than previously believed, account for this higher inflation outcome.
- While conditions in financial markets have improved, and it is assumed that they will continue to do so, significant geopolitical and global economic uncertainties remain.
- In the Bank's base-case projection for the Canadian economy, demand pressures are expected to strengthen in the second half of 2003 and into 2004, following growth at slightly below potential in the first half of this year.
- With the stance of monetary policy currently very stimulative, a reduction of stimulus will be required in order to return inflation to the 2 per cent target over the medium term.

measures of capacity pressures, may be indicating that the economy is operating closer to capacity than the Bank had previously believed.

The slowdown in economic growth in the second half of 2002 reflected the effects of financial and geopolitical uncertainties and weakness in the global economy. While conditions in financial markets have improved, and it is assumed that they will continue to do so, significant geopolitical and economic uncertainties remain. In these circumstances, the Bank left the target overnight rate unchanged at 2.75 per cent on 3 December and on 21 January (Chart 1).

On the geopolitical front, our base-case projection for economic growth in Canada this year assumes that the uncertainties regarding Middle East tensions will dissipate in the second half of 2003. It must be recognized, however, that economic outcomes globally and in Canada could be significantly affected by how events in the Middle East actually unfold.

In the Bank's base case, the Canadian economy is expected to grow near potential in 2003. As a result, activity levels in Canada are expected to remain close to capacity. Core and total inflation are

projected to decline through the year as the effects of the one-off factors diminish, but they will likely still be above 2 per cent at the end of 2003, higher than expected at the time of the *October Report*.

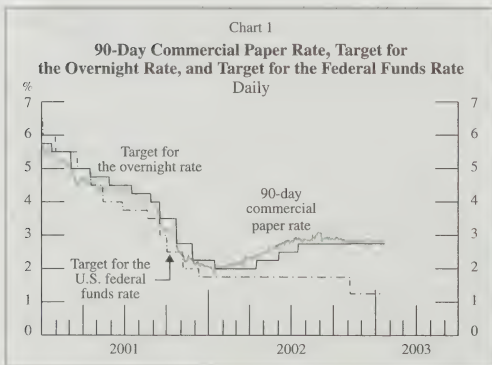
Overall, with the stance of monetary policy currently very stimulative, a reduction of stimulus will be required in order to return inflation to the 2 per cent target over the medium term. A number of elements, however, will come into play in determining the pace of increase in policy interest rates.

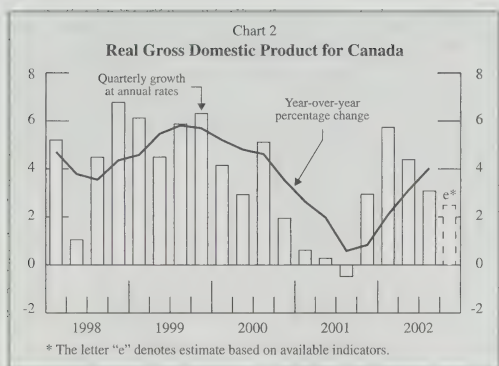
First, although much of the recent increase in inflation has been the result of one-off factors, the possibility that demand pressures are becoming more prominent cannot be ruled out. Second, the Bank must guard against the risk that inflation persistently above the 2 per cent target might lead to an increase in the expected trend of inflation. Third, although we have seen an improvement in financial conditions, business and investor confidence remain fragile because of uncertainty concerning the geopolitical situation. Fourth, the way in which developments in the Middle East unfold could affect demand and inflation, both globally and in Canada, through various channels. (See Annex.)

Recent Economic and Financial Developments

In the second half of 2002, Canada's economic growth eased from the very strong pace registered earlier in the year. Real GDP (Chart 2), after rising at an annual rate of 5.1 per cent in the first half of 2002, is estimated to have advanced at a rate close to 3 per cent in the second half.

With the significant monetary stimulus provided by low interest rates, household spending rose strongly in 2002. Expenditures by businesses on machinery and equipment also recovered significantly. Increased uncertainty about the

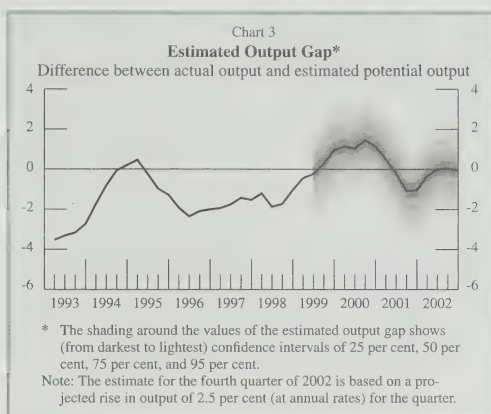




economic outlook, however, held back the pace of non-residential construction and inventory accumulation in the second half of the year. Although growth in Canada's exports was robust through most of 2002, it appears to have eased towards year-end because of the slowdown in the rate of economic expansion in the United States.

Conditions in financial markets have improved since the last *Report*. Equity prices in both Canada and the United States have recovered from their October lows, and volatility in equity and bond markets has declined. Spreads between yields on corporate and government bonds have narrowed but are still at high levels, particularly for riskier borrowers. For their part, banks have remained cautious in their lending to large corporate borrowers. Nonetheless, higher-quality borrowers have access to financing through debt capital markets at interest rates that are now near 10-year lows.

Estimates of the Bank's conventional measures of potential output and the output gap indicate that levels of activity have been close to full production capacity since mid-2002 (Chart 3). A number of other indicators are consistent with this assessment, including the rate of capacity



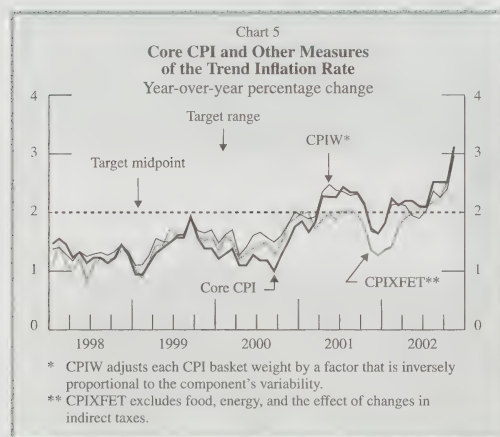
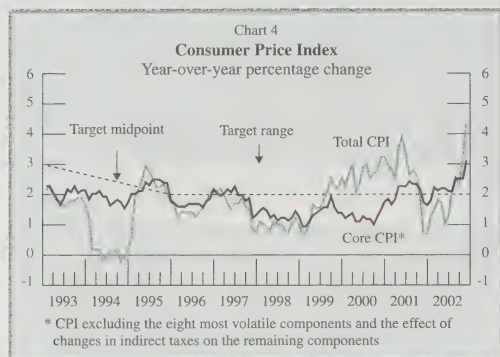
utilization in the non-farm goods-producing sector, the cyclical position of profit margins, and the proportion of firms reporting shortages of skilled labour in the survey conducted by the Bank's regional offices.

However, other labour market indicators suggest somewhat greater slack than the conventional measure of the output gap. In particular, the substantial increases in employment since the beginning of 2002 seem to have been met largely through an increased supply of labour, as evidenced by a marked increase in the participation rate and the absence of pressure on wages.

The higher-than-expected rate of core inflation also raises the possibility that there is less slack in the economy than the Bank estimated at the time of the October *Report*.

Core inflation was 3.1 per cent in November, higher than the level anticipated at the time of the October *Report* (Chart 4). Other measures of trend inflation that the Bank follows closely also rose to about the same rate (Chart 5).

Several one-off factors helped push core inflation up in the fourth quarter of



2002. Substantial increases in the premiums for both auto and home insurance contributed 1.0 percentage point to core inflation in November. Year-to-year increases in electricity prices in Ontario, while easing somewhat since August, remained high.¹ Also contributing was the echo effect of the temporary price discounting in the fourth quarter of 2001.

1. Electricity prices in Ontario are expected to have fallen sharply in December as a result of a temporary rebate. This should result in a dip in core inflation followed by a reversal in January.

At the same time, a combination of cost increases and strong demand is exerting upward pressure on prices in some sectors, such as shelter, food, and some services. More broadly, the fact that the various one-off relative price increases are having a large impact on measures of trend inflation reflects an underlying firmness in the price-setting environment.

The 12-month rate of increase in the total CPI was 4.3 per cent in November, up from 2.6 per cent in August. This marked increase relative to the core rate chiefly reflected substantial increases in the consumer prices of gasoline, fuel oil, and natural gas.

Economic Prospects

Prospects for economic growth in 2003 for the United States, the major overseas economies, and the emerging markets have moderated somewhat since the *October Report*. However, we continue to expect global economic growth to pick up appreciably in the second half of the year and into 2004.

U.S. economic growth, after slowing in the fourth quarter of last year by more than projected, should regain its momentum in 2003, supported by ongoing stimulative policies. In particular, if financial conditions continue to improve, the U.S. economy is expected to outpace growth in capacity in the second half of the year, aided by a strengthening in capital spending. On an average annual basis, U.S. real GDP should increase by almost 3 per cent in 2003.

In Europe, the lower projection for growth in real GDP in 2003 reflects sluggish domestic demand and slow recovery in the export sector. In Japan, a gradual recovery should continue this year, but at a slower pace than expected at the time of the last *Report*, given weaker external

demand. In the rest of Asia, economic growth is expected to remain relatively strong.

For Canada, the Bank's base case projects that economic growth in 2003 will average close to the growth in potential output, which is estimated at 3 per cent. This projection is a little lower than the most recent average private sector consensus forecast for 2003; it is also slightly below that indicated in the *October Report*, largely as a result of the slower growth prospects for the U.S. and overseas economies. Nonetheless, we anticipate increased demand pressures in the second half of 2003 and into 2004, following growth at slightly below potential in the first half of this year.

The Bank expects that the level of risk premiums in financial markets will continue to decline as corporate profitability and investor confidence solidify. This should improve the environment for business investment.

The Outlook for Inflation

While the core rate of inflation will likely remain well above the 2 per cent midpoint of the target range in the near term because of the one-off factors described above, the combined effect of these factors is likely to have largely run its course by early 2004.

The echo effect on the core rate arising from the unusual price discounting in the fourth quarter of 2001 should disappear by the end of the first quarter of 2003. The recently announced return to regulated pricing of electricity in Ontario implies that the upward pressure on core inflation from electricity prices should continue to ease in coming months. The upward movement in insurance premiums, however, is now expected to be more persistent than had been anticipated earlier. And

the effects of the drought in western Canada and elsewhere are putting pressure on the prices of some food components of the core CPI.

With a reduction in the amount of monetary stimulus, the level of output is projected to remain close to capacity during 2003 and into 2004. As a result, we do not expect persistent pressure on inflation from the demand-supply balance. Overall, core inflation is projected to move down to 2 per cent in early 2004.

The outlook for the 12-month rate of increase in the total CPI will continue to be importantly affected by developments in crude oil prices. If oil prices were to stay near their current high levels of just over US\$30 per barrel, total CPI inflation could move up to between 4.0 and 4.5 per cent in the first quarter of 2003. In the second half of the year, if oil prices ease back, consistent with current market expectations, total CPI inflation would move down, back in line with core inflation.

With the persistence of high rates of inflation, there is a risk of an increase in inflation expectations. If this were to occur, inflation pressures would be stronger and the need for policy action by the Bank would be correspondingly greater.

Annex

The Effect of Hostilities in the Middle East

The possible outbreak of a major military conflict in the Middle East constitutes a particularly important source of uncertainty at this time. The effects of such a conflict on the Canadian and global economies are difficult to determine with any precision, since they depend on a variety

of factors, including the timing, length, and severity of any action. A short, decisive conflict, or an early non-military resolution of the dispute, could reduce geopolitical uncertainties fairly rapidly. On the other hand, a prolonged major military conflict could intensify uncertainty regarding the world economic outlook and adversely affect consumer and business confidence. In this last case, petroleum supplies could be seriously disrupted, resulting in higher oil prices, which would restrain world economic activity. Such a price rise would also raise the value of Canadian oil exports and feed into higher total CPI inflation. Finally, higher military spending could provide significant stimulus to U.S. aggregate demand.

Copies of the *Monetary Policy Report* and the *Update* can be obtained by contacting the Bank at:

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca

Web site: <http://www.bankofcanada.ca>

Annexe

Les répercussions d'éventuelles hostilités au Proche-Orient

Le déclenchement possible d'un conflit armé majeur au Proche-Orient constitue à l'heure actuelle une source particulièrement importante d'incertitude. Les répercussions d'un tel conflit sur les économies canadienne et mondiale sont difficiles à déterminer avec précision, puisqu'elles dépendent d'un grand nombre de facteurs, dont le choix du moment, la durée et la gravité des opérations. Une campagne courte et décisive, tout comme une prompte résolution du différend par des moyens non militaires, pourraient réduire les tensions géopolitiques assez rapidement. En revanche, une guerre qui se prolongerait et prendrait de l'ampleur est susceptible d'accroître l'incertitude entourant l'évolution de l'économie mondiale et d'ébranler la confiance des consommateurs et des entreprises. Dans ce dernier cas, les livraisons de pétrole risqueraient d'être gravement perturbées, ce qui se traduirait par un renchérissement du brut et, partant, un tassement de l'activité économique mondiale. Le relèvement des cours accroîtrait aussi la valeur des exportations de pétrole canadien et se répercuterait sur le taux d'augmentation de l'IPC global. Enfin, une hausse des dépenses militaires pourrait stimuler de façon appréciable la demande globale aux États-Unis.

Pour recevoir des exemplaires du *Rapport sur la politique monétaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec la Banque.

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca
 site Web : <http://www.banqueducanada.ca>

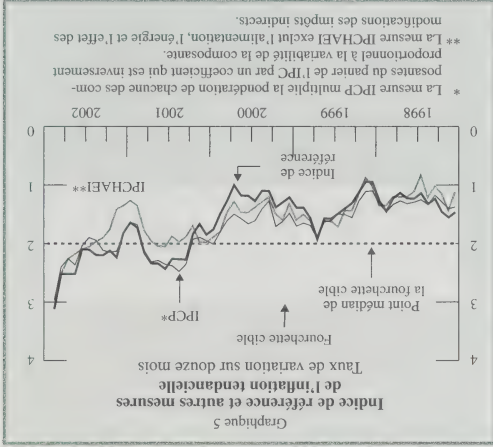
Compte tenu des facteurs ponctuels décrits précédemment, il est probable que le taux d'inflation mesuré par l'indice de référence demeurera à court terme bien au-dessus de 2 %, soit le point médian de la fourchette cible. Toutefois, l'incidence combinée de ces facteurs devrait s'être en grande partie résorbée d'ici le début de 2004. L'effet d'écho des rabais exceptionnels pratiqués au dernier trimestre de 2001 ne

Les perspectives en matière d'inflation

Au Canada, selon le scénario de référence de la Banque, le taux d'accroissement de l'activité économique en 2003 devrait avoir une croissance de 3 %. Cette projection est un peu moins optimiste que la moyenne des plus récentes prévisions du secteur privé pour 2003; elle est aussi légèrement inférieure au chiffre avancé dans le *Rapport* d'octobre, ce qui tient en grande partie au fait que les perspectives de croissance aux États-Unis et dans les pays d'outre-mer sont moins bonnes que prévu. On s'attend toutefois à ce que la demande se renforce au second semestre de 2003 et dans les premiers mois de 2004, après un premier semestre où l'économie aura tourné légèrement en deçà des limites de sa capacité. La Banque prévoit que le niveau des primes de risque exigées sur les marchés financiers continuera de diminuer à mesure que les profits des sociétés et la confiance des investisseurs se raffermiront. Il devrait en résulter un climat plus propice aux investissements des entreprises.

Dans le cas de l'Europe, la révision à la baisse des projections est attribuable à l'atonie de la demande intérieure et à la lenteur du redémarrage des exportations. La reprise graduelle amorcée au Japon devrait se poursuivre cette année, mais à un rythme plus lent que ce que nous projetions dans la dernière livraison du *Rapport*, en raison d'un affaiblissement de la demande étrangère. Dans le reste de l'Asie, l'expansion devrait demeurer relativement robuste.

devrait plus se faire sentir sur l'inflation mesurée par l'indice de référence à la fin du premier trimestre de 2003. La réinstauration de la déréglementation des prix de l'électricité en Ontario signifie que les pressions à la hausse exercées par cette composante sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient continuer de s'atténuer dans les mois à venir. Par contre, on s'attend maintenant à ce que le mouvement à la hausse des primes d'assurance soit plus persistant qu'on ne l'avait prévu. En outre, l'incidence de la sécheresse qui sévit dans l'Ouest du Canada et dans d'autres régions se traduit par des pressions à la hausse sur les prix de certaines composantes alimentaires de l'indice de référence. Sous l'effet d'une réduction du degré de détente monétaire, le niveau de la production observée devrait demeurer près de celui de la production potentielle en 2003 et durant les premiers mois de 2004. Par conséquent, la Banque n'entrevoit pas de pressions persistantes sur l'inflation émanant de l'écart entre l'offre et la demande, et elle estime que le taux d'augmentation de l'indice de référence devrait redescendre à 2 % au début de 2004. L'évolution sur douze mois du taux d'accroissement de l'IPC global continuera de dépendre dans une large mesure du comportement des cours du pétrole brut. Si ces derniers devaient demeurer actuellement, niveaux élevés qu'on observe actuellement, soit un peu plus de 30 \$ E.-U. le baril, l'inflation mesurée par l'IPC global pourrait atteindre entre 4,0 et 4,5 % au premier trimestre de 2003. Par contre, s'ils redescendent au second semestre, comme s'y attendent présentement les marchés, le taux d'augmentation de l'IPC global fléchira pour se rapprocher de celui de l'indice de référence. Un taux d'inflation se maintenant à un niveau élevé risque d'entraîner une hausse des attentes; dans pareil cas, les pressions inflationnistes s'intensifieraient, et il serait encore plus nécessaire pour la Banque d'intervenir.



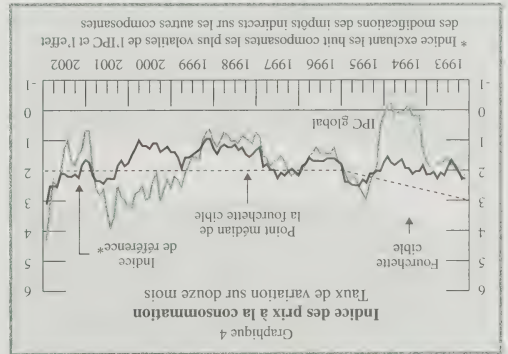
Les perspectives économiques

Depuis la parution du *Rapport* d'octobre, les perspectives de croissance pour 2003 se sont quelque peu assombries aux États-Unis, dans les grands pays d'outre-mer et dans les pays à marché émergent. Néanmoins, on s'attend encore à une accélération sensible du rythme d'expansion de l'économie mondiale durant le second semestre de l'année et au début de 2004.

L'activité économique aux États-Unis, qui a enregistré un ralentissement plus marqué que prévu au quatrième trimestre de 2002, devrait connaître un regain de vigueur en 2003 grâce aux politiques de relance instaurées dans ce pays. En particulier, si les conditions financières continuent de s'améliorer, l'économie américaine devrait progresser à un rythme plus rapide que la capacité de production au second semestre, sous l'impulsion d'une augmentation des

sous-jacente du processus d'établissement des prix.

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global est passé de 2,6 % en août à 4,3 % en novembre. Cette progression marquée par rapport au taux d'augmentation de l'indice de référence est liée surtout aux hausses substantielles des prix à la consommation de l'essence, du mazout et du gaz naturel.

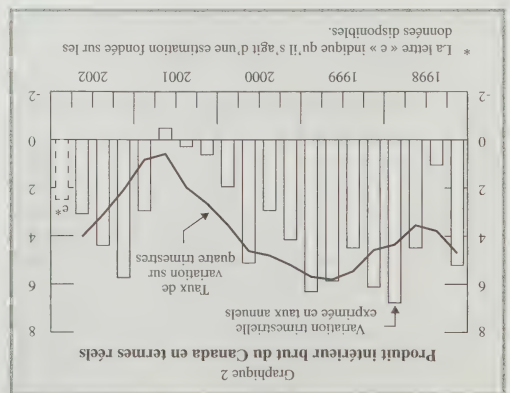


Parallèlement, l'effet conjugué des hausses de coûts et du dynamisme de la demande exerce des pressions ascendantes sur les prix dans des secteurs comme le logement, l'alimentation et certains services. De manière plus générale, le fait que les divers augmentations ponctuelles des prix relatifs se répètent autant sur les mesures de l'inflation tendancielle traduit la vigueur

Rapport (Graphique 4). Les autres mesures de l'inflation tendancielle que la Banque suit de près ont toutes monté pour s'établir sensiblement au même taux (Graphique 5).

Plusieurs facteurs ponctuels ont contribué à faire grimper le taux d'accroissement de l'indice de référence au quatrième trimestre de 2002. Les fortes majorations des primes d'assurance automobile et d'assurance habitation expliquent 1,0 point de pourcentage de l'inflation enregistrée en novembre. Bien qu'elles se soient modérées sur douze mois des prix de l'électricité en Ontario sont demeurées élevées¹. La poussée de l'inflation tient également à l'effet d'écho des rabais temporaires pratiqués au quatrième trimestre de 2001.

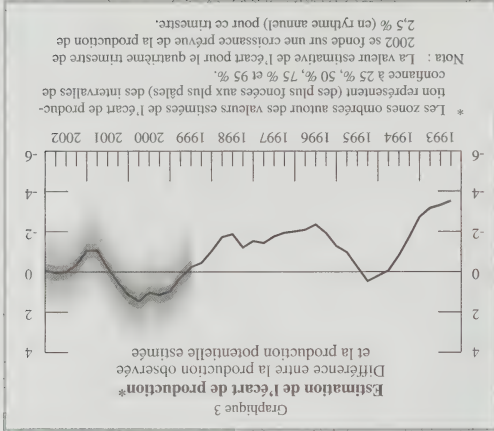
1. Les prix de l'électricité en Ontario devraient avoir fortement chuté en décembre par suite d'un rabais temporaire, ce qui devrait entraîner un fléchissement de l'inflation mesurée par l'indice de référence en décembre, suivi d'une remontée en janvier.



entreprises en machines et matériel se sont aussi nettement redressées. Toutefois, l'incertitude accrue qui pèse sur les perspectives économiques a freiné l'activité dans le secteur de la construction non résidentielle et le rythme d'accumulation des stocks au second semestre de l'année dernière. Si la croissance affichée par les exportations canadiennes a été vigoureuse durant la majeure partie de 2002, elle semble s'être tassée vers la fin de l'année à cause du ralentissement de l'expansion économique aux États-Unis.

La situation sur les marchés financiers s'est améliorée depuis la publication du dernier *Rapport*. Les prix des actions au Canada et aux États-Unis ont remonté par rapport aux creux enregistrés en octobre, et la volatilité observée sur le marché des actions et celui des obligations a diminué. Les écarts entre les rendements des obligations des sociétés et ceux des obligations d'État se sont rétrécis mais restent élevés, particulièrement pour les emprunteurs moins bien cotés. Les banques, quant à elles, sont demeurées prudentes en ce qui a trait à l'octroi de prêts aux grandes entreprises. Néanmoins, les emprunteurs ayant une bonne cote de crédit ont accès, par l'intermédiaire des marchés de capitaux, à un financement à des taux d'intérêt voisins des niveaux les plus bas depuis dix ans.

Selon les mesures économétriques de la production potentielle et de l'écart de



habituellement, l'économie fonctionnerait près des limites de sa capacité depuis le milieu de 2002 (Graphique 3). Un certain nombre d'autres indicateurs confortent cette estimation, y compris le taux d'utilisation des capacités dans le secteur de la production de biens non agricoles, la position cyclique des marges bénéficiaires et le pourcentage des entreprises qui signalent des pénuries de main-d'œuvre qualifiée dans le cadre de l'enquête menée par les bureaux régionaux de la Banque.

Cependant, selon d'autres indicateurs du marché du travail, la marge de ressources inutilisées serait légèrement plus élevée que ne le donne à penser la mesure habituelle de l'écart de production. En particulier, la hausse substantielle que connaît l'emploi depuis le début de 2002 semble avoir été en grande partie satisfaite par une augmentation de l'offre de main-d'œuvre, comme en témoignent l'augmentation marquée du taux d'activité et l'absence de pressions sur les salaires.

Le niveau supérieur aux attentes de l'inflation mesurée par l'indice de référence s'élevait à 3,1 % en novembre, dépassant le niveau projeté dans le dernier *Rapport* d'octobre.

L'inflation mesurée par l'indice de

tourner près des limites de sa capacité de production. On croit par ailleurs que le taux d'augmentation de l'indice de référence et celui de l'IPC global baisseront durant l'année à mesure que l'influence des facteurs ponctuels s'estompera, mais qu'ils se situeront vraisemblablement encore au-dessus de 2 % à la fin de 2003, soit à un niveau plus élevé qu'on ne le pensait dans le *Rapport* d'octobre.

Dans l'ensemble, comme les conditions monétaires sont actuellement très expansionnistes, la Banque devra resserrer sa politique monétaire afin de ramener l'inflation à la cible de 2 % à moyen terme. Elle tiendra compte, toutefois, d'un certain nombre d'éléments pour déterminer le rythme auquel elle majorera ses taux directeurs.

Premièrement, même si la hausse récente de l'inflation résulte en bonne partie de facteurs ponctuels, on ne peut exclure la possibilité que les pressions de la demande soient en train de s'intensifier. Deuxièmement, la Banque doit prévenir le risque qu'une inflation dépassant de façon persistante la cible de 2 % n'entraîne une augmentation du taux d'inflation tendant vers la cible attendu. Troisièmement, bien que les conditions financières se soient améliorées, la confiance des investisseurs et des entreprises reste fragile en raison du climat géopolitique incertain. Quatrièmement, l'évolution de la situation au Proche-Orient pourrait se répercuter sur la demande et l'inflation par divers canaux, tant à l'échelle internationale qu'au Canada (voir l'Annexe).

L'évolution économique et financière récente

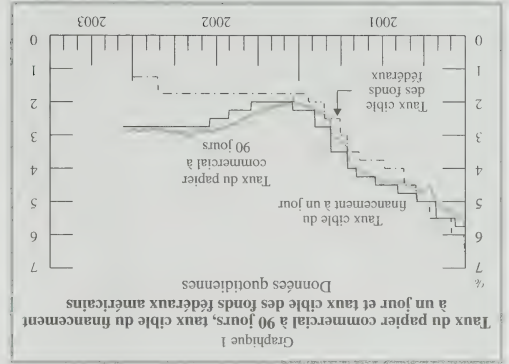
Au second semestre de 2002, la croissance de l'économie canadienne a décéléré par rapport à la cadence très rapide enregistrée plus tôt pendant l'année. On estime que le PIB réel (Graphique 2), après avoir progressé à un taux annuelisé de 5,1 % au premier semestre, se serait accru, dans la seconde moitié de l'année, de près de 3 %. À la faveur des conditions monétaires très expansionnistes créées par les bas taux d'intérêt, la dépense des ménages a fortement augmenté en 2002. Les dépenses des

près des limites de la capacité de production depuis le milieu de 2002. De fait, les taux d'inflation plus élevés que prévu et diverses mesures des pressions s'exerçant sur l'appareil de production donnent à penser que l'économie tournerait actuellement plus près de ces limites que la Banque ne l'avait d'abord cru.

La décelération de l'expansion de l'activité économique au second semestre de 2002 tient aux incertitudes régnant sur les scènes financière et géopolitique et à la faiblesse de l'économie mondiale. Bien que la situation sur les marchés financiers s'améliore — et l'on suppose qu'elle continuera de le faire —, il subsiste d'importantes préoccupations d'ordre géopolitique et économique. C'est pourquoi la Banque a décidé de maintenir le taux cible du financement à un jour à 2,75 % le 3 décembre 2002 et le 21 janvier 2003 (Graphique 1).

Sur le plan géopolitique, le scénario de référence de la Banque concernant la croissance de l'économie canadienne cette année repose sur l'hypothèse que les incertitudes liées aux tensions au Proche-Orient se dissiperont au second semestre de 2003. Il faut préciser, cependant, que les résultats économiques à l'échelle mondiale et au Canada pourraient être fortement influencés par la tournure des événements dans cette région.

D'après le scénario de la Banque, la progression qu'enregistrera l'activité au Canada en 2003 devrait être proche de celle de la production potentielle. Par conséquent, on s'attend à ce que l'économie continue à



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

MISE À JOUR

— janvier 2003 —

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préalable du 21 janvier 2003 et constitue une mise à jour du Rapport sur la politique monétaire publié en octobre 2002.

Faits saillants

- Les taux d'inflation ont augmenté un peu plus que ce que l'on prévoyait au moment de la parution du Rapport sur la politique monétaire d'octobre dernier.
- Cette hausse de l'inflation supérieure aux attentes est attribuable à un relèvement plus important que prévu des primes d'assurance et à une certaine généralisation des pressions sur les prix, ce qui pourrait indiquer que l'économie tourne plus près des limites de sa capacité que la Banque ne l'avait d'abord cru.
- Bien que la situation sur les marchés financiers s'améliore — et l'on suppose qu'elle continuera de le faire —, il subsiste d'importantes incertitudes d'ordre géopolitique et économique.
- Dans le scénario de référence de la Banque concernant les perspectives de croissance du Canada, on s'attend à ce que la demande se renforce au second semestre de 2003 et dans les premiers mois de 2004, après un premier semestre où l'économie aura tourné légèrement en deçà des limites de sa capacité.
- Comme les conditions monétaires sont actuellement revues à la cible de 2 % à moyen terme, l'effet de cette baisse de régime, le niveau de l'activité économique au pays est demeuré

MONETARY POLICY REPORT

UPDATE

– July 2003 –



*This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada.
It presents the Bank's updated outlook based on information received
between 15 April and 15 July 2003.*

Since the April *Monetary Policy Report*, there have been a number of unanticipated developments that have changed the outlook for inflation and economic activity in Canada. Both inflation and inflation expectations have declined more rapidly than the Bank had expected. Near-term domestic activity has been undercut by the effects of severe acute respiratory syndrome (SARS) and an isolated case of bovine spongiform encephalopathy (BSE) in Canada. Foreign demand for Canadian products has also been weaker than earlier anticipated. As well, the substantial rise in the value of the Canadian dollar against the U.S. dollar will have a dampening effect on the future growth of demand for Canadian goods and services and will contribute to downward pressure on the prices of some components of the CPI.

In this context, inflation pressures have eased, more slack is developing in the economy than had been expected, and the output gap at the end of 2003 will be larger than projected in the April *Report*. It now appears that core inflation will fall below the 2 per cent target by year-end.

In response to these changing circumstances, the Bank left the target for the overnight rate unchanged on 3 June, seeing less need to reduce the amount of monetary stimulus being provided, and on 15 July it

lowered the target rate by 25 basis points to 3 per cent. This change in policy stance will provide additional near-term support for

Highlights

- Inflation pressures have eased, and more slack is developing than previously projected.
- It now appears that core inflation will fall below the 2 per cent target by year-end.
- To support growth in domestic demand and aggregate levels of activity, the Bank lowered its target for the overnight rate by 25 basis points on 15 July.
- The Bank expects that growth in the Canadian economy will strengthen towards the end of 2003 and through 2004.
- The Bank will closely monitor the strength of domestic and external demand with a view to keeping inflation on track to meet the 2 per cent target over the medium term.

domestic demand growth and, consequently, for levels of aggregate demand consistent with keeping inflation on track to meet the 2 per cent target over the medium term.

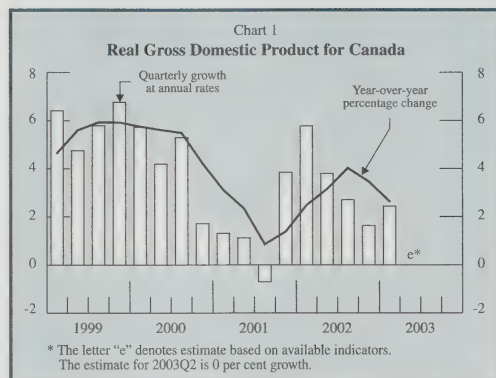
The Bank expects that growth in the Canadian economy will strengthen towards the end of 2003 and through 2004. Factors supporting this outlook include the unwinding of the adverse effects of SARS and BSE, the expected rebound in the U.S. economy, the much-improved tone in capital markets, and the underlying strength of Canadian domestic demand.

A number of risks surround this base-case scenario. On the upside, the recent strengthening in global equity markets, combined with the stimulative stance of macroeconomic policies in the major industrialized countries, could lead to a stronger global economic recovery than assumed in this *Update*. On the downside, prospects for U.S. demand for Canadian goods and services could be weaker than currently assumed, particularly if the expected recovery in U.S. investment spending is delayed. The Bank will monitor these risks closely.

Overview of Recent Economic and Financial Developments

After expanding at a vigorous pace in the first half of 2002, Canada's real GDP advanced by a modest 2.3 per cent (annual rate) between mid-2002 and the first quarter of 2003 and is estimated to have been flat in the second quarter (Chart 1).

Exports fell in the fourth quarter of 2002 and in the first half of 2003 as the pace of economic expansion in the United States slowed. Exports in the second quarter of 2003 were also held back by the adverse economic effects associated with SARS and BSE. Travel to Canada decreased sharply following the outbreak of SARS in the Greater Toronto Area, and cattle and beef exports have been halted pending the investigation of one case of BSE in Alberta.



In contrast, growth in household spending was robust in the second half of 2002 and in the first quarter of 2003, boosted by low interest rates. However, the pace of expansion of household expenditures moderated somewhat in the second quarter.

Conditions in financial markets have continued to improve since the *April Report*. The predominant developments have been a global portfolio reallocation into higher-yield fixed-income assets, which has further reduced spreads on corporate and emerging-market debt vis-à-vis benchmark government bonds, and a continuation of the equity market recovery that began in March. Equity markets were buoyed by a combination of low interest rates, generally positive first-quarter earnings, and increasing confidence that the pace of expansion in the U.S. economy will pick up. Over the period, yields on longer-term bonds fell by about 80 basis points but subsequently rose by some 50 basis points.

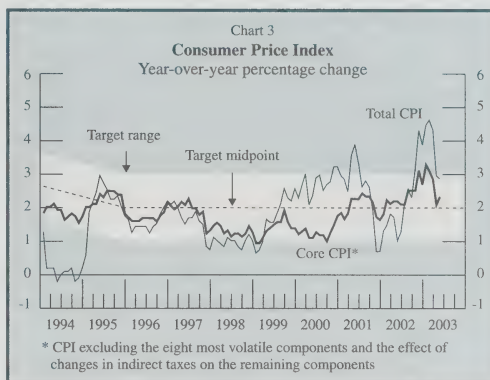
The Canadian dollar has appreciated from a range of 67.5 to 69 U.S. cents to a range of 72 to 75 U.S. cents since the *April Report*. Both the magnitude and speed of this appreciation have been greater than the Bank had anticipated. This movement is part of a broader multilateral adjustment in the U.S. real exchange rate. Foreign

investors have become less willing to accumulate U.S.-dollar assets to finance large ongoing U.S. current account deficits. The appreciation also reflects the relative strength of domestic demand in Canada, where the economy is operating closer to full capacity than in the United States. This relative strength has been reflected in widening interest rate differentials with the United States.

The Bank's conventional measures of potential output and the output gap indicate that the level of economic activity was near full capacity in the first quarter of 2003 and fell below full capacity in the second quarter (Chart 2).¹

A number of indicators support the view that a small amount of slack had opened up by mid-year. The unemployment rate rose slightly, and in the regular survey conducted by the Bank's regional offices the proportion of firms reporting shortages of labour diminished further. Rates of increase in the prices of both new and existing homes have also eased since late 2002.

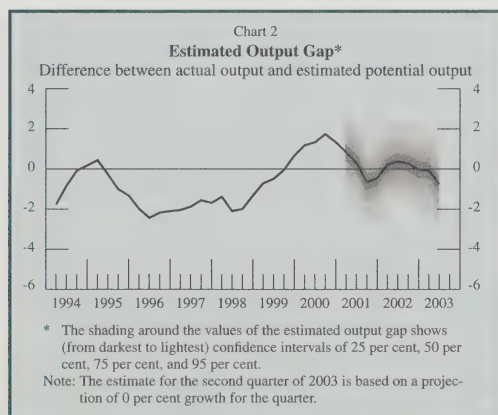
Core inflation was 2.3 per cent in May, lower than projected at the time of the April



Report and down considerably since February (Chart 3). Other measures of trend inflation have also eased. A sharp slowdown in the rate of increase in the premiums for automobile insurance was a significant contributing factor in these developments. Sharply lower levels of activity in tourism-related sectors contributed to marked price reductions, although much of this price discounting is expected to be temporary. A somewhat lower-than-expected level of inflation was also evident in the prices of a broad range of core products and services.

The 12-month rate of increase in the total CPI was 2.9 per cent in May, down from 4.6 per cent in February. In addition to the factors pushing down the core rate, the prices of gasoline and fuel oil eased considerably from the levels reached in February.

Most of the measures of inflation expectations that the Bank follows have declined since mid-April, and all the medium- and longer-term measures are now close to 2 per cent. In particular, the consensus forecast for CPI inflation in 2004 is 2 per cent. As well, the percentage of firms in the Bank's regional survey that expect CPI inflation to exceed 3 per cent on average over the next two years has fallen to 5 per cent in the most recent survey, from 26 per cent in the survey conducted three months earlier.



1. The data period used in the filter that determines potential output ends in the first quarter of 2003 because of special factors affecting GDP in the second quarter.

Economic Prospects

Prospects for global economic growth in 2003 have softened somewhat since the *April Report*. Nevertheless, with the reduction in geopolitical uncertainty, the marked improvement in capital markets, and the easing of macroeconomic policy in many industrial countries, the Bank continues to expect the pace of global expansion to strengthen towards the end of the year and through 2004, especially in the United States and Canada.

Growth in U.S. economic activity is estimated to have been about 1 1/4 per cent over the first half of the year, weaker than assumed in the *April Report* and well below that country's growth potential. Stimulative monetary and fiscal policies, the lower level of the U.S. dollar, and the recent rise in consumer confidence, combined with the upturn in equity markets, should support a rebound in U.S. economic growth during the second half of the year. Expansion to a rate above the economy's growth potential is projected by year-end and through 2004. Business expenditures on capital equipment are expected to strengthen over this projection horizon. On an average annual basis, U.S. real GDP should increase by just over 2 per cent in 2003 and by 4 per cent in 2004. This projection is similar to the most recent average private sector consensus forecast for 2003 and slightly above the consensus outlook for 2004. Although the projection for 2003 is somewhat lower than in the *April Report*, the overall projection is broadly similar.

Owing to the restraining effects of the recent appreciation of the euro against the U.S. dollar, the recovery in Europe over the remainder of this year is expected to be more modest than was projected in the *April Report*. Economic conditions in Japan are expected to remain subdued.

With weaker global demand, prospects for emerging-market economies have

deteriorated somewhat. Growth in Asia is projected to remain comparatively robust, despite the negative effects of SARS.

In Canada, economic growth is expected to strengthen towards the end of 2003 and through 2004. The Bank's base-case projection assumes that the confidence level of foreigners concerning travel to Canada will gradually improve over the remainder of this year and that cattle and beef exports will resume soon. As a result, the dampening effects of SARS and BSE on the level of aggregate economic activity in Canada should be short-lived.

Thus, while growth in the third quarter is expected to be somewhat lower than the 2 1/2 per cent anticipated last April, it is projected to pick up to the 3 per cent rate of growth of potential in the fourth quarter and to gather further strength over the course of 2004. Growth through 2004 is projected to be higher than previously anticipated. Such a scenario would imply that the slack that is expected to open up in 2003 will be largely absorbed by the end of 2004.

Since the boost to Canadian exports from the anticipated rebound in the U.S. economy will be tempered by the dampening effects of the recent appreciation of the Canadian dollar, more of the growth in aggregate demand will have to come from domestic sources. These include household spending, which is expected to rise at a solid pace, given the effects of continued monetary stimulus, and business investment, which should strengthen with the assumed improvement in business confidence.

This outlook would imply real GDP growth, on an average annual basis, of about 2 per cent in 2003 and just over 3 per cent in 2004. This projection for 2004 is in line with the most recent average private sector consensus forecast, while that for 2003 is slightly lower.

The Outlook for Inflation

The core rate of inflation is expected to move down below the 2 per cent target in the fourth quarter of 2003 and to remain below the target through 2004, before returning to 2 per cent by mid-2005 (Table 1).

The slack in product and labour markets should be a source of downward pressure on inflation over the projection horizon. The effects of one-off factors, such as the recent hikes in insurance premiums, that pushed core inflation up close to 3 per cent earlier this year should continue to diminish. The recent substantial appreciation of the Canadian dollar is likely to be another source of downward pressure on the core rate over this period—though this effect is still expected to be relatively small.

Some of the recent price discounting in tourism-related industries should moderate later in 2003 as activity returns to more normal levels.

Developments in crude oil markets will continue to have important effects on the outlook for the 12-month rate of increase in

the total CPI. Based on the assumption that oil prices will ease to about US\$25 per barrel early in 2004 (close to current market expectations), total CPI inflation will likely fall below core inflation in 2004, before steady-ing out at a rate close to 2 per cent in 2005. Since the effect of the exchange rate appreciation on the total CPI is likely to be larger than on the core CPI, this will also tend to lower total CPI inflation relative to core inflation in the next few quarters.

Table 1
Projection for Core and Total CPI Inflation
Year-over-year percentage change

	2003			2004			2005
	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	H2	H1
Core Inflation	2.2	2.1	1.9	1.5	1.7	1.7	1.9
Total CPI	2.9	2.3	1.8	1.0	1.5	1.6	1.9
WTI*	29.1	28.4	26.5	25	25	25	25

* Assumptions for the price of West Texas Intermediate Crude Oil (US\$ per barrel)

Copies of the *Monetary Policy Report* and the *Update* can be obtained by contacting the Bank at:

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca
Web site: <http://www.bankofcanada.ca>

appelée à croître à un bon rythme sous l'effet de la poursuite de la détente monétaire, et les investissements des entreprises, qui devraient augmenter à la faveur du regain escompté de la confiance de ces dernières. Ce scénario implique une expansion annuelle moyenne du PIB réel de l'ordre de 2 % en 2003 et d'un peu plus de 3 % en 2004; le chiffre pour 2004 est conforme à la moyenne des dernières prévisions du secteur privé, mais celui de 2003 lui est légèrement inférieur.

Les perspectives en matière d'inflation

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence descendra sous la cible de 2 % au quatrième trimestre de 2003 et qu'elle demeurera en deçà de cette cible en 2004, puis y reviendra avant le milieu de 2005 (Tableau 1).

Les capacités excédentaires observées sur les marchés des biens et du travail devraient exercer une pression à la baisse sur l'inflation au cours de la période considérée. L'effet des facteurs ponctuels, tels que les récents relèvements des primes d'assurance qui, plus tôt cette année, avaient porté l'inflation mesurée par l'indice de référence à près de 3 %, devrait encore s'atténuer. La forte appréciation qu'a enregistrée dernièrement le dollar canadien exercera probablement aussi une pression à la baisse sur l'indice de référence au cours de cette période, mais l'impact de croire que celle-ci sera relativement faible.

Les rabais offerts récemment dans le secteur touristique devraient s'atténuer plus

tard en 2003, à mesure que l'activité retournera des niveaux plus normaux. L'évolution des cours du pétrole brut sur les marchés continuera d'influencer grandement les perspectives relatives au taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global. En supposant que les cours du pétrole descendent autour de 25 \$ E.-U. le baril au début de 2004 — ce qui correspond assez aux attentes actuelles du marché —, ce par l'indice de référence en 2004, puis s'établir à un niveau proche de 2 % en 2005. Comme l'incidence de l'appréciation du taux de change se fera probablement sentir davantage sur le taux d'augmentation de l'IPC global que sur celui de l'indice de référence, elle tendra aussi à ramener la hausse de l'IPC global en deçà de celle de l'indice de référence dans les trimestres à venir.

Tableau 1 Projections concernant l'inflation mesurée par l'indice de référence et l'IPC global Taux de variation sur quatre trimestres									
		2003				2004			
		2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} sem.
Indice de référence	2,2	2,1	1,9	1,5	1,7	1,7	1,9	1,9	1,9
IPC global	2,9	2,3	1,8	1,0	1,5	1,6	1,9	1,9	1,9
WTI*	29,1	28,4	26,5	25	25	25	25	25	25

* Hypothèses concernant le cours du baril de pétrole brut West Texas Intermediale (en dollars E.-U.)

Pour recevoir des exemplaires du *Rapport sur la politique monétaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec la Banque.

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca
Site Web : <http://www.banqueducanada.ca>

plus de 2 % en 2003 et à 4 % en 2004; ce pronostic cadre avec la moyenne des plus récentes projections des prévisionnistes du secteur privé pour 2003, mais la dépasse légèrement pour 2004. Bien que les prévisions révisées soient quelque peu inférieures aux chiffres avancés pour 2003 dans le *Rapport* d'avril, le scénario d'ensemble y est assez similaire.

En Europe, la récente appréciation de l'euro vis-à-vis de la devise américaine a freiné la reprise, qui s'annonce plus timide pour le reste de l'année que nous ne le prévoyions au printemps. La situation économique au Japon devrait demeurer fragile.

En raison de l'affaiblissement de la demande mondiale, les perspectives de croissance se sont quelque peu dégradées dans les économies de marché émergentes. En Asie, l'expansion devrait rester vigoureuse comparativement, malgré les retombées de l'épidémie de pneumonie atypique.

Au Canada, la progression de l'activité devrait s'accélérer d'ici la fin de l'année et de 2004. Dans son scénario de référence, la Banque suppose que le niveau de confiance des touristes étrangers à l'égard des voyages au Canada s'améliorera progressivement pendant le reste de l'année et que les exportations de bovins et de bœuf reprendront bientôt. Résultat, les effets négatifs du SRAS et de la maladie de la vache folle sur le niveau de l'activité globale au pays devraient être de courte durée.

On s'attend à ce que la croissance au troisième trimestre soit légèrement inférieure aux 2 1/2 % projetés en avril dernier, mais elle devrait se redresser au quatrième trimestre pour atteindre 3 % — soit le taux d'augmentation de la production potentielle — et se raffermir davantage au cours de 2004. On pense qu'elle sera plus rapide cette année-la qu'on ne l'avait prévu antérieurement. La marge de capacités inutilisées qui devrait se dégrader en 2003 sera ainsi en grande partie résorbée à la fin de 2004.

Comme l'effet sur nos exportations de la reprise attendue de l'économie américaine sera tempéré par la récente appréciation du dollar canadien, un plus large part de l'essor de la demande globale devra provenir de l'activité intérieure. Ses sources seront notamment la dépense des ménages, qui est

mesurée par l'indice de référence s'ajoute le repli très prononcé des prix de l'essence et du mazout par rapport aux niveaux de février. La plupart des mesures des attentes d'inflation que la Banque surveille ont fléchi depuis la mi-avril, et toutes les mesures du taux attendu à moyen et à long terme sont maintenant proches de 2 %. Les prévisionnistes du secteur privé, notamment, tablent sur un taux d'augmentation des prix de 2 % en 2004. De plus, la proportion des entreprises sondées par les bureaux régionaux de la Banque qui s'attendent à ce que le taux d'accroissement de l'IPC global dépasse 3 % en moyenne au cours des deux prochaines années se chiffrait à 5 % récemment, contre 26 % dans l'enquête menée trois mois plus tôt.

Les perspectives économiques

Les perspectives de croissance de l'économie mondiale en 2003 se sont quelque peu assombries depuis la parution du *Rapport* d'avril. Néanmoins, compte tenu de la diminution de l'incertitude géopolitique, de la nette amélioration des conditions sur les marchés de capitaux et de l'assouplissement des politiques macroéconomiques de nombreux pays industriels, la Banque maintient que le rythme de l'expansion économique dans le monde devrait s'accélérer vers la fin de l'année et tout au long de 2004, partiellement aux États-Unis et au Canada.

On estime que la croissance de l'activité aux États-Unis a été d'environ 1 1/4 % au premier semestre de l'année, soit un taux moindre que celui que nous prévoyions dans notre livraison d'avril et bien en dégà du potentiel de croissance de ce pays. L'orientation expansionniste des politiques monétaire et budgétaire, la baisse du dollar américain et le récent regain de confiance des consommateurs, conjugués à l'embellie des marchés boursiers, devraient soutenir la relance aux États-Unis au cours du second semestre. On s'attend à ce que le rythme d'expansion de l'économie dépasse celui de la production potentielle vers la fin de l'année et tout au long de 2004 et que les dépenses en biens d'équipement des entreprises se raffermissent durant la même période. Pour l'ensemble de l'année, la progression du PIB réel américain devrait se chiffrer à un peu

d'expansion de l'économie américaine va s'accélérer. Depuis la parution du *Rapport d'avril*, les taux des obligations à long terme ont chuté d'environ 80 points de base, mais se sont ressaisis par la suite pour en regagner quelque 50.

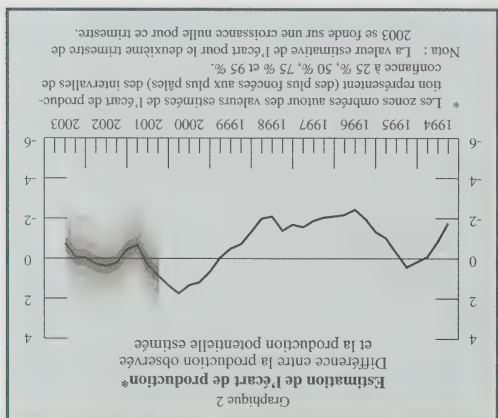
Le dollar canadien s'est apprécié, la fourchette à l'intérieur de laquelle il évolue étant passée depuis le *Rapport d'avril* de 67,5-69 cents E.-U. à 72-75 cents E.-U. Son appréciation a été plus prononcée et plus rapide que la Banque ne s'y attendait. Il convient de souligner qu'elle s'inscrit dans un vaste processus de rajustement multilatéral du taux de change réel de la devise américaine. Les investisseurs étrangers se montrent moins enclins à accumuler des actifs en dollars E.-U. et à financer ainsi le déficit important et persistant de la balance courante américaine. La hausse du cours de notre monnaie tient également à la vigueur de la demande intérieure au Canada, où l'appareil de production tourne plus près des limites de sa capacité que ce n'est le cas aux États-Unis.

Cela se reflète dans le creusement des écarts de taux d'intérêt entre les deux pays. En se fondant sur ses mesures économiques habituelles de la production et de l'écart de production, la Banque estime que le niveau de l'activité économique a avoisiné le plein potentiel au premier trimestre de 2003, puis qu'il s'est replié au deuxième (Graphique 2).

Un certain nombre d'indicateurs confortent l'opinion voulant qu'une faible marge de capacités inutilisées soit apparue dans l'économie avant le milieu de l'année. Le taux de chômage a légèrement augmenté, tandis que la proportion d'entreprises signalant des pénuries de main-d'œuvre dans l'enquête qu'effectuent régulièrement les bureaux régionaux de la Banque a encore diminué. Le rythme d'accroissement des prix de vente et de revenue des maisons s'est aussi replié depuis la fin de 2002.

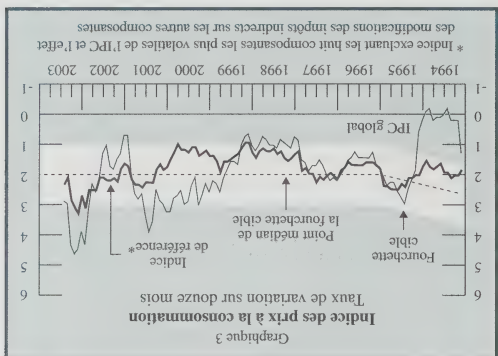
L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est chiffrée à 2,3 % en mai, soit un taux moindre que ce que nous avions prévu au moment de la parution du *Rapport d'avril*.

1. Les données utilisées dans le filtre servant à déterminer la production potentielle ne vont pas au-delà du premier trimestre de 2003, car des facteurs spéciaux ont influé sur le PIB au deuxième trimestre.



et considérablement inférieur à celui de février (Graphique 3). D'autres mesures de l'inflation tendancielles ont également évolué à la baisse depuis février. Cette évolution est attribuable en grande partie au tassement marqué du taux d'augmentation des primes d'assurance automobile. La chute des niveaux d'activité observés dans l'industrie touristique a contribué à faire baisser sensiblement les prix, mais on s'attend à ce qu'une bonne part des rabais offerts ne soient que provisoires. Le niveau légèrement inférieur aux prévisions qu'affiche l'inflation s'est aussi manifesté dans les prix d'une gamme très variée de produits et de services pris en compte par l'indice de référence.

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global a atteint 2,9 % en mai, comparativement à 4,6 % en février. Aux facteurs ayant entraîné le recul de l'inflation



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

MISE À JOUR

— juillet 2003 —

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques fondée sur l'information reçue entre le 15 avril et le 15 juillet 2003.

Depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* en avril, un certain nombre d'événements inattendus ont modifié les perspectives d'évolution de l'inflation et de l'activité économique au Canada. Le taux d'inflation observé et le taux attendu ont tous deux diminué plus rapidement que la Banque ne le prévoyait. L'activité intérieure à court terme a été freinée par les retombées du syndrome respiratoire aigu sévère (SRAS) et d'un cas isolé d'encéphalopathie spongiforme bovine au pays. La demande extérieure de produits canadiens a aussi été plus faible qu'escamoté. De plus, la forte appréciation du dollar canadien par rapport à son pendant américain aura un effet modérateur sur la progression future de la demande de biens et de services canadiens et contribuera à exercer des pressions à la baisse sur les prix de certaines composantes de l'IPC.

Dans ce contexte, les pressions inflationnistes se sont atténuées, la marge de capacités inutilisées au Canada se creuse plus que prévu et l'écart de production à la fin de 2003 sera supérieur à ce qui avait été projeté en avril. Il semble maintenant que l'inflation mesurée par l'indice de référence tombera sous la cible de 2 % avant la fin de l'année.

En réponse à la situation changeante, la Banque n'a pas modifié le taux cible du financement à un jour le 3 juin, jugeant moins nécessaire de réduire le degré de détente

Faits saillants

- Les pressions inflationnistes se sont atténuées et la marge de capacités inutilisées se creuse plus que prévu.
- Il semble maintenant que l'inflation mesurée par l'indice de référence tombera sous la cible de 2 % avant la fin de l'année.
- Afin de soutenir la croissance de la demande intérieure et les niveaux globaux d'activité, la Banque a réduit le taux cible du financement à un jour de 25 points de base le 15 juillet.
- La Banque prévoit que le rythme d'expansion de l'économie canadienne s'accélèrera vers la fin de 2003 et tout au long de 2004.
- La Banque surveillera de près l'évolution de la demande intérieure et extérieure dans l'optique du maintien du taux d'inflation à la cible de 2 % à moyen terme.

MONETARY POLICY REPORT

UPDATE

– January 2004 –



*This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada.
It presents the Bank's updated outlook based on information received
between 15 October 2003 and 19 January 2004.*

Since the October *Monetary Policy Report*, three developments have led the Bank of Canada to modify its outlook for economic growth and inflation in Canada. First, economic activity in the rest of the world, especially in the United States, has been stronger than expected. Second, the U.S. dollar has continued its sharp depreciation against major world currencies, including the Canadian dollar, largely as a result of global economic imbalances. Third, downward revisions to Canadian GDP data in the first half of 2003 and lower-than-expected growth in the third and fourth quarters mean that the amount of economic slack was somewhat larger at the end of 2003 than projected by the Bank in its October *Report*.

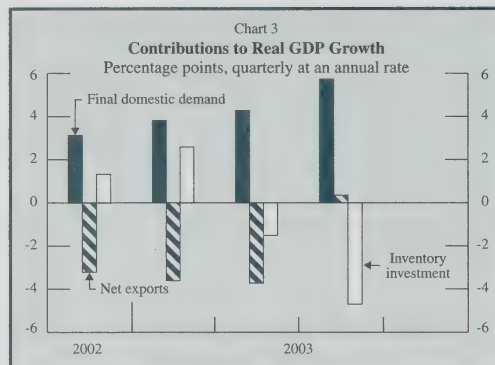
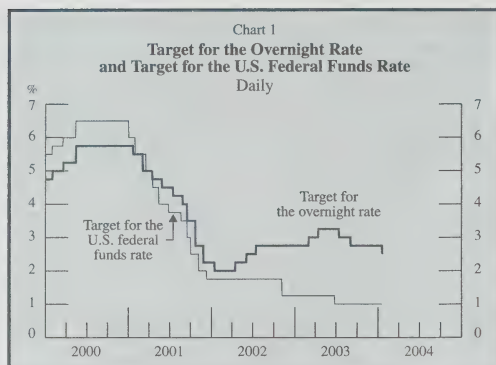
Weighing these developments and their likely persistence, the Bank lowered its projection for output over the next year and a half and concluded that additional monetary stimulus would be required to support aggregate demand and return inflation to 2 per cent over the medium term. Thus, on 20 January, the Bank lowered its target for the overnight interest rate by 25 basis points to 2 1/2 per cent (Chart 1).

But risks remain. The main uncertainties for the Canadian economic outlook relate to the adjustment to global changes. These include a stronger world economy,

higher commodity prices, and the realignment of world currencies, including the Canadian dollar. In this context, the role of monetary policy is to support aggregate demand sufficient to eliminate the output gap, so as to return inflation to its target over a two-year horizon.

Highlights

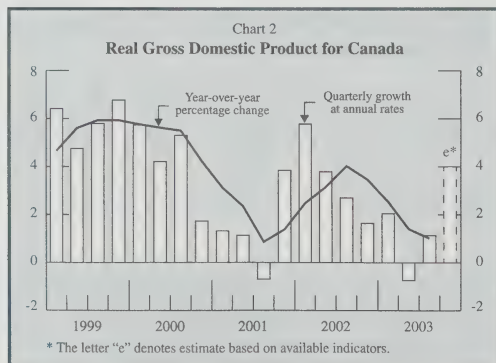
- The Bank has lowered its projection for output over the next year and a half and has provided additional monetary stimulus.
- After mid-2004, the Canadian economy is projected to grow faster than capacity, relying primarily on private domestic demand.
- The economy is projected to return to close to full production capacity by the third quarter of 2005, and inflation should return to its 2 per cent target late in that year.
- The main uncertainties in the outlook relate to the adjustment to global changes.



Overview of Recent Economic and Financial Developments

A global economic recovery, led by the United States, appears to be well underway and is proceeding at a somewhat stronger pace than was expected.

Canada's real GDP, after edging down in the second quarter of 2003, grew at an annual rate of only 1.1 per cent in the third quarter—a weaker result than projected in the last *Report*. Recent indicators for spending and activity point to a strengthening in the pace of economic expansion in the fourth quarter, with growth at about 4 per cent (Chart 2)—a rate above that of potential.



The modest rate of growth in the third quarter largely reflected a sharp inventory correction by manufacturers and retailers (Chart 3). Economic activity was also adversely affected by the August blackout in Ontario and by the closure of international borders to imports of Canadian cattle, beef, and related products after the discovery of one case of bovine spongiform encephalopathy (BSE) in May.

The completion of the inventory correction, together with the recovery from these unusual shocks,¹ contributed importantly to the estimated rebound in growth in the fourth quarter. More generally, various aspects of the current climate, including robust employment gains and favourable financial conditions, suggest that stronger, more sustainable economic growth resumed in the fourth quarter of 2003.

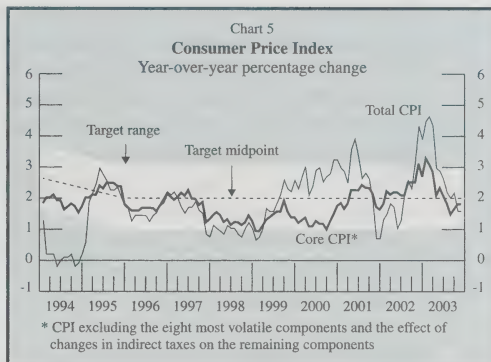
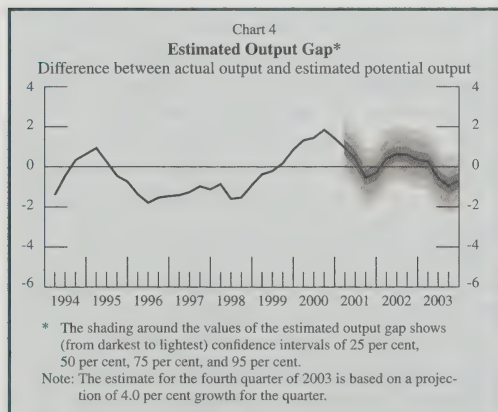
Against this backdrop, the Canadian dollar has appreciated further against the U.S. dollar since last October, touching a ten-year high of 78.84 cents and averaging 76.5 cents over the period. On a trade-weighted basis, the movement has been somewhat less, given the relatively large

1. The recent discovery of a case of BSE in the United States in a cow that originated in Alberta has led to an extension of the ban on imports of live cattle from Canada, thereby delaying the recovery of Canada's cattle industry.

depreciation of the U.S. dollar against overseas currencies. Of note, the Canadian dollar has depreciated 4 1/2 per cent against the euro over the last three months. Overall, the stronger Canadian dollar appears to have begun to cut into the pace of economic activity in terms of weaker-than-expected export growth and signs of greater import penetration in the fourth quarter.

The Bank's conventional measures of potential output and the output gap indicate that the level of economic activity fell below full capacity in the second and third quarters of 2003 (Chart 4). And, while the amount of economic slack probably decreased somewhat in the fourth quarter, significant excess supply remains. Based on an analysis of all the indicators of capacity pressures, the size of the output gap is judged to be slightly larger than the conventional measure suggests.

Even with a lower level of output and a strong Canadian dollar, core inflation (at 1.8 per cent in November) was slightly higher than projected in our *October Report* and up somewhat since August (Chart 5). The positive surprise in the core rate mainly reflected less price discounting of automobiles and clothing than expected; it should be temporary.



Core CPI inflation is likely to continue to exhibit some near-term volatility—rising in December before falling in the first quarter of 2004. These movements will mainly reflect the effects of special factors a year ago.² If one looks through these influences, however, underlying price pressures and the presence of unutilized capacity suggest a core rate of inflation below current levels.

The 12-month rate of increase in the total CPI was 1.6 per cent in November, down from 2.0 per cent in August. This decrease in total CPI inflation was chiefly due to reductions in the consumer prices of gasoline and fuel oil from their levels a year earlier.

Adjusting to Global Changes

The stronger Canadian dollar largely reflects a response to global economic and financial forces. These include not only elements reflecting stronger world demand, such as higher world commodity prices, but also the adjustments associated with redressing global economic imbalances.

The stronger dollar means that the Canadian economy will be relying less on net exports and more on domestic demand.

2. For example, the 12-month rate of increase in the core CPI is expected to rise temporarily in December 2003, given that the first rebate on Ontario electricity prices lowered the level of the core CPI in December 2002.

This will require shifts in activity among sectors and changes on the part of many businesses. The Bank's recent regional survey suggests that these changes are under-way. In particular, it indicates that firms affected by the appreciation have made plans to adjust—for example, by installing new machinery and equipment.

Canadian monetary policy facilitates the overall adjustment process by helping to sustain aggregate demand.

Economic Prospects

The global economic expansion is expected to strengthen over the next year or so, although economic imbalances still create uncertainty about its sustainability.

Growth in U.S. real GDP is projected to remain above the economy's growth potential in 2004, supported by stimulative policies and the depreciation of the U.S. dollar. Strengthening capital spending by businesses, combined with a considerable contribution from inventory investment, should underpin the expansion in activity. The Bank expects that U.S. economic activity will increase by about 4 1/2 per cent in 2004, on an average annual basis, which is somewhat stronger than was projected in the *October Report*. And, while prospects for sustained U.S. economic growth are clouded by the accumulation of fiscal and external imbalances, U.S. output growth is projected to remain above that of potential in 2005.

In the euro area, a gradual pickup in economic momentum is projected, while conditions in Japan should continue to improve, largely because of exports to the rest of Asia, especially China. Strong growth in emerging Asian markets should also continue to support U.S.-dollar prices for many commodities.

In Canada, economic growth in the period ahead will come primarily from private domestic demand, supported by

monetary stimulus and by strong business confidence. Growth in household spending should also be underpinned by rising employment and incomes. A stronger global economy, the reduced cost of machinery and equipment resulting from the higher Canadian dollar, and ready access to capital markets should stimulate stronger business investment. Exports should receive some support from rising U.S. and global economic activity, notwithstanding a marked reduction, since 2001, in the U.S. propensity to import. However, the lower value of the U.S. dollar is expected to put continuing downward pressure on Canadian exports over the course of 2004.

The Bank's base-case projection now calls for real GDP growth in Canada to average about 2 3/4 per cent in 2004 (compared with 1.6 per cent in 2003), and to pick up to about 3 3/4 per cent in 2005. The Bank's projection assumes growth of about 3 per cent, at an annual rate, in the first half of 2004, moving to 3–3 1/2 per cent in the second half and peaking around 4 per cent in the first half of 2005. This would imply that the output gap would not change materially before the end of 2004, but would be substantially closed by the third quarter of 2005.

The Outlook for Inflation

Core inflation is projected to fall below 1.5 per cent in early 2004 (as the effect of past substantial increases in auto insurance premiums rapidly diminishes) before gradually moving back towards the 2 per cent target (Table 1) by the end of 2005.

The slack in product and labour markets should keep inflation below longer-run inflation expectations over the next year and a half. But this effect should disappear as the output gap closes.

The appreciation of the Canadian dollar over the last year is likely to continue to temper the rise in consumer prices

Table 1 Projection for Core and Total CPI Inflation Year-over-year percentage change						
	2003	2004			2005	
	Q4	Q1	Q2	H2	H1	H2
Core inflation	1.9 (1.6)	1.3 (1.2)	1.6 (1.6)	1.6 (1.7)	1.7 (1.9)	1.9 (2.0)
Total CPI	1.7 (1.7)	0.9 (0.9)	1.5 (1.4)	1.5 (1.5)	1.4 (1.8)	1.7 (2.0)
Assumption for the Price of West Texas Intermediate Crude Oil (US\$ per barrel)						
WTI (level)	31 (30)	33 (28)	31 (27)	30 (27)	28 (27)	28 (27)

Numbers in brackets are from the October *Monetary Policy Report* as a point of reference.

through 2004. However, the extent of the pass-through of exchange rate movements to consumer prices is expected to be limited, based on the experience here in Canada and in other countries with low and stable inflation.

The outlook for the 12-month rate of increase in the total CPI continues to be importantly affected by developments in the markets for crude oil. If oil prices ease to about US\$30 per barrel in the second half of 2004 and US\$28 in 2005, as suggested by forward contracts, total CPI inflation should remain below core inflation through 2005.

Copies of the *Monetary Policy Report* and the *Update* can be obtained by contacting the Bank at:

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca

Web site: <http://www.bankofcanada.ca>

Les perspectives en matière d'inflation

environ 3 3/4 % en 2005. La projection de la Banque suppose que le taux de croissance avoisinera 3 % en rythme annuel au premier semestre de 2004, puis qu'il se situera dans une plage allant de 3 à 3 1/2 % au second semestre, pour culminer aux alentours de 4 % durant la première moitié de 2005. Cette évolution implique que l'écart de production demeurerait sensiblement inchangé d'ici la fin de 2004, mais qu'il serait en grande partie résorbé au troisième trimestre de l'année suivante.

On prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence glissera au-dessous de 1,5 % au début de 2004 (en raison de l'atténuation rapide des répercussions des fortes majorations passées des primes d'assurance automobile), pour revenir graduellement à la cible de 2 % (Tableau 1) d'ici la fin de 2005.

Au cours des 18 prochains mois, les capacités excédentaires présentes sur les marchés des biens et du travail contribueront sans doute à maintenir le taux d'inflation observé en déca du taux attendu à long terme. Toutefois, cet effet devrait disparaître à mesure que l'écart de production se résorbera. L'appréciation qu'a connue le dollar canadien au cours de la dernière année continuera probablement de modérer la hausse des prix à la consommation tout au long de 2004. Cependant, à la lumière des résultats observés ici même au Canada et dans d'autres pays jouissant d'un taux d'inflation bas et stable, on peut s'attendre à ce que les mouvements du taux de change aient des répercussions limitées sur les prix à la consommation.

Les perspectives concernant le taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global dépendent encore dans une large mesure du comportement des cours du pétrole brut. Si le prix du brut fléchit pour s'établir à environ 30 \$ E.-U. le baril au second semestre de 2004 et à 28 \$ E.-U. en 2005, comme les contrats à terme le laissent supposer, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait rester en déca de celui de l'indice de référence tout au long de 2005.

Tableau 1 Projection concernant l'inflation mesurée par l'indice de référence et l'IPC global Taux de variation sur quatre trimestres				2003		2004		2005	
Indice de référence	IPC global	Hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediale (en \$ E.-U. le baril)	WTI (niveau)	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	1 ^{er} sem.	2 ^e sem.
				1,9	1,3	1,6	1,6	1,7	1,9
(1,6)	(1,2)	(1,6)	(1,7)	(1,9)	(1,7)	(1,6)	(1,7)	(1,9)	(2,0)
0,9	1,7	1,5	31	(0,9)	(1,4)	(1,5)	(1,8)	(1,7)	(2,0)
(30)	(30)	(27)	(27)	(28)	(31)	(27)	(30)	(27)	(28)

Les chiffres entre parenthèses sont tirés du *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre et présentés à des fins de référence.

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca
Site Web : <http://www.banqueducanada.ca>

Pour recevoir des exemplaires du *Rapport sur la politique monétaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec la Banque :

entreprises, conjuguée à une augmentation considérable des investissements en stocks, devrait soutenir l'expansion économique. Pour l'ensemble de l'année 2004, la Banque prévoit que l'activité dans ce pays croîtra d'environ 4 1/2 %, un chiffre un peu plus élevé que celui avancé dans la livraison d'octobre du *Rapport*. Bien que l'accumulation de déficits budgétaires et extérieurs rende incertaines les perspectives d'une croissance durable de l'économie américaine, la progression de la production au sud de la frontière devrait demeurer plus rapide que celle de son potentiel en 2005.

Une reprise graduelle est attendue dans la zone euro. Au Japon, l'amélioration des conditions devrait se poursuivre, grâce surtout aux exportations vers les autres pays asiatiques, en particulier la Chine. La vive expansion des économies émergentes d'Asie devrait aussi continuer à soutenir les prix en dollars E.-U. de nombreux produits de base.

Au cours de la période à venir, la croissance de l'économie canadienne proviendra principalement de la demande intérieure privée, qui sera alimentée par la détente monétaire et par la forte confiance des entreprises. La progression de la dépense des ménages sera vraisemblablement étayée en plus par une hausse de l'emploi et des revenus. Le raffermissement de l'économie mondiale, la baisse du coût des machines et du matériel résultant de l'appréciation du dollar canadien et la facilité d'accès aux marchés des capitaux devraient stimuler les investissements des entreprises. Le regain de vigueur de l'activité économique aux États-Unis et à l'échelle mondiale devrait apporter un certain soutien aux exportations, en dépit du fait que la propension de nos voisins du sud à importer se soit considérablement amoindrie depuis 2001. On s'attend cependant à ce que la dépréciation du dollar américain exerce une pression continue à la baisse sur les exportations canadiennes en 2004.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit maintenant que la croissance du PIB réel au Canada se chiffrera en moyenne à quelque 2 3/4 % en 2004 (contre 1,6 % en 2003) et qu'elle s'accélélera pour atteindre

comparativement à 2,0 % en août. Ce recul est dû dans une très large mesure à la réduction des prix de détail de l'essence et du mazout par rapport aux niveaux où ils se situaient un an auparavant.

L'ajustement à la conjoncture internationale

La hausse du dollar canadien est dans une large mesure la résultante des forces économiques et financières à l'œuvre à l'échelle planétaire. Ces forces sont liées non seulement au raffermissement de la demande sur le plan international, dont fait foi par exemple l'augmentation des prix mondiaux des produits de base, mais aussi aux ajustements associés à la correction des déséquilibres économiques entre les pays.

L'appréciation du dollar signifie que l'économie canadienne dépendra moins des exportations nettes, et davantage de la demande intérieure. Cette situation exigera des déplacements d'activité entre divers secteurs et obligera de nombreuses entreprises à procéder à des changements. Les résultats de l'enquête régionale menée récemment par la Banque montrent que ces changements sont en train de s'opérer. Ils indiquent, en particulier, que les firmes touchées par la montée du dollar ont élaboré des plans pour s'adapter à la nouvelle donne, prévoyant notamment l'acquisition de machines et de matériel.

En contribuant à soutenir la demande globale au pays, la politique monétaire canadienne facilite le processus d'ajustement dans son ensemble.

Les perspectives économiques

À l'échelle internationale, l'expansion de l'activité devrait s'accélérer au cours de la prochaine année environ, bien que la présence de déséquilibres économiques laisse encore planer des doutes quant à sa durabilité.

En 2004, le rythme de progression du PIB réel aux États-Unis devrait demeurer supérieur à celui de la production potentielle, à la faveur des politiques expansionnistes en place et de la dépréciation du billet vert. La hausse des dépenses d'investissement des

de croire que l'économie a renoué avec une croissance plus forte et plus durable au quatrième trimestre de 2003.

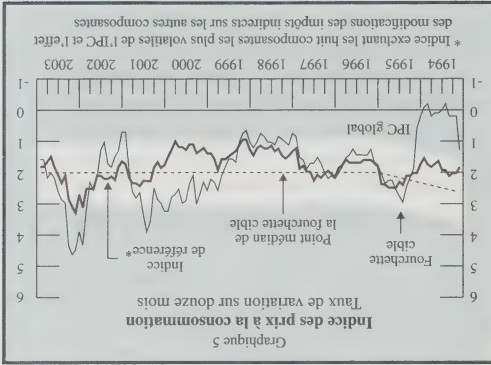
Sur cette toile de fond, le dollar canadien s'est encore apprécié par rapport à la devise américaine depuis octobre, atteignant 78,84 cents, un sommet en dix ans, et se négociant en moyenne à 76,5 cents durant cette période. Selon une moyenne pondérée en fonction des échanges commerciaux, la hausse du hard a été un peu moindre en raison de la dépréciation relativement prononcée du dollar E.-U. vis-à-vis des monnaies des pays d'outre-mer. Signaux que le dollar canadien s'est déprécié de plus de 4 1/2 % par rapport à l'euro au cours des trois derniers mois. Dans l'ensemble, le raffermissement de notre monnaie semble avoir commencé à affecter le rythme de l'activité économique au pays : on note en effet une croissance des exportations plus faible que prévu ainsi que des signes d'une pénétration accrue des importations au quatrième trimestre.

Les mesures économétriques de la production potentielle et de l'écart de production habituellement utilisées par la Banque indiquent que le niveau de l'activité est descendu en deçà du plein potentiel aux deuxième et troisième trimestres de 2003 (Graphique 4). Et, bien que la marge de capacités inutilisées se soit probablement réduite quelque peu au quatrième trimestre, des capacités excédentaires appréciables subsistent. En se fondant sur une analyse des divers indicateurs des pressions s'exerçant sur l'appareil de production, on estime que l'écart de production est un peu plus important que ce que révèle la mesure usuelle de la Banque.

Malgré la baisse du niveau de la production et la vigueur du dollar canadien, l'inflation mesurée par l'indice de référence se situait à 1,8 % en novembre, soit un niveau légèrement plus élevé que ce qui était projeté dans le Rapport d'octobre et un peu supérieur à celui qui a été enregistré en août (Graphique 5). Ce résultat inattendu est lié principalement au fait que les rabais accordés sur les automobiles et les vêtements ont été moindres que prévu, et il devrait être passager.

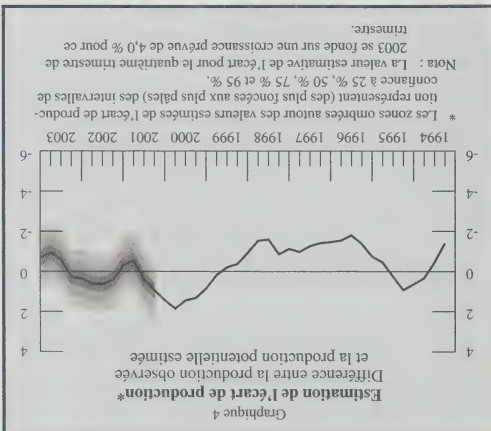
L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait continuer d'afficher une

2. Par exemple, le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence devrait connaître une hausse temporaire en décembre 2003, les premiers rabais offerts sur les tarifs de l'électricité en Ontario ayant fait fléchir cet indice en décembre 2002.



certaine volatilité à court terme, à savoir augmenter en décembre, puis diminuer au premier trimestre de 2004. Ces variations seront surtout attribuables aux effets des facteurs spéciaux observés il y a un an. Au-delà de ces influences, cependant, les pressions sous-jacentes qui s'exercent sur les prix et la présence de capacités excédentaires laissent croire que l'inflation mesurée par l'indice de référence descendra en deçà de son niveau actuel.

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global était de 1,6 % en novembre,



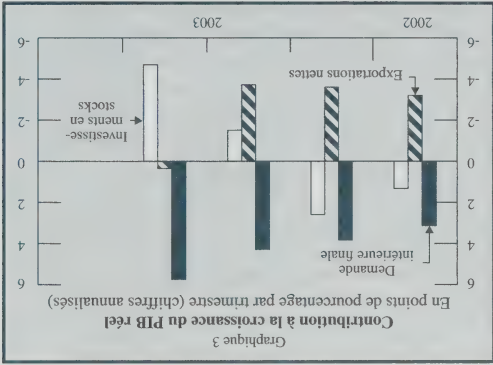
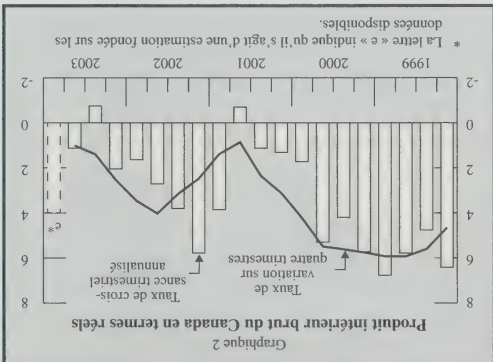
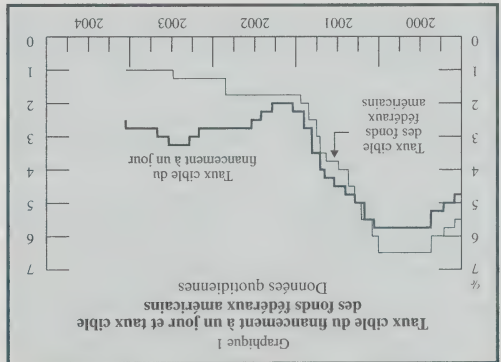
lants (Graphique 3). En outre, l'activité stocks opérée par les fabricants et les détaillants (Graphique 3). En outre, l'activité

Si la progression observée au troisième trimestre a été modeste, cela tient dans une large mesure à l'importante correction des stocks opérée par les fabricants et les détaillants (Graphique 3). En outre, l'activité

La reprise de l'activité à l'échelle mondiale, tirée par l'économie des États-Unis, semble bien engagée et se poursuit à un rythme

Vue d'ensemble de l'évolution économique et financière récente

L'ajustement à la conjoncture internationale, notamment au raffermissement de l'activité économique mondiale, au renchérissement des produits de base et au réaligement des monnaies, y compris du dollar canadien. Dans ce contexte, le rôle de la politique monétaire est de favoriser un niveau de demande globale suffisant pour éliminer l'écart de production, de façon à ramener l'inflation à la cible visée à un horizon de deux ans.



La fin du mouvement de correction des stocks, combinée au redressement consécutif à ces chocs inhabituels¹, a grandement contribué à la reprise estimée au quatrième trimestre. De façon plus générale, divers aspects de la conjoncture actuelle, dont les solides gains au chapitre de l'emploi et les conditions financières favorables, permettent

d'un cas isolé d'encéphalopathie spongiforme produits connexes par suite de la découverte mois d'août et de l'embargo sur les exportations canadiennes de bovins, de bœuf et de panne d'électricité survenue en Ontario au

1. La découverte récente aux États-Unis d'un cas d'ESB chez une vache provenant de l'Alberta a eu pour effet de prolonger l'embargo sur les exportations de bovins vivants du Canada, ce qui vient retarder le redressement de l'industrie bovine au pays.

Depuis la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*, la Banque du Canada a été amenée à modifier ses prévisions en matière d'expansion économique et d'inflation au pays en raison de trois facteurs. Premièrement, l'activité dans le reste du monde, en particulier aux États-Unis, s'est avérée plus vigoureuse qu'espérée. Deuxièmement, le dollar américain a poursuivi sa vive dépréciation par rapport aux autres grandes monnaies, dont le dollar canadien, sous l'effet essentiellement des déséquilibres économiques mondiaux. Enfin, les révisions à la baisse apportées aux données du PIB au Canada pour le premier semestre de 2003 et les taux de croissance inférieurs aux attentes aux troisième et quatrième trimestres de l'année signifient que la marge de capacités inutilisées était un peu plus importante à la fin de 2003 que la Banque ne le projetait au moment de la parution du *Rapport* d'octobre. Tenant compte de ces facteurs et de leur persistance probable, la Banque a abaissé sa projection relative à la production pour les 18 prochains mois et conclu qu'il fallait accroître le degré de détente monétaire pour soutenir la demande globale et favoriser le retour de l'inflation à 2 % à moyen terme. C'est pourquoi, le 20 janvier, elle a réduit le taux cible du financement à un jour de 25 points de base pour l'établir à 2 1/2 % (Graphique 1).

MONETARY POLICY REPORT

UPDATE

– July 2004 –



*This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada.
It presents the Bank's updated outlook based on information received
up to 20 July 2004.*

Since the April *Monetary Policy Report*, three developments have led the Bank of Canada to make small modifications to its outlook for economic growth and inflation in Canada.

First, economic growth in the first half of 2004 is now estimated to be somewhat higher than projected in April because of stronger foreign and final domestic demand for Canadian products. This, combined with a small upward revision to GDP data for 2003, implies somewhat less excess supply at mid-year than had been anticipated.

Second, world oil prices have been higher than expected. This has led the Bank to raise its projection for total CPI inflation over the next few quarters, but is not expected to have any significant effect on the path of core inflation. While higher oil prices will tend to dampen growth in the United States and the major overseas economies relative to earlier projections, the overall growth of output in Canada is unlikely to be appreciably affected.

Third, recent indicators point to some slowing in economic growth in the United States for reasons other than the effect of higher oil prices.

When all of these factors are taken into account, the Bank expects economic

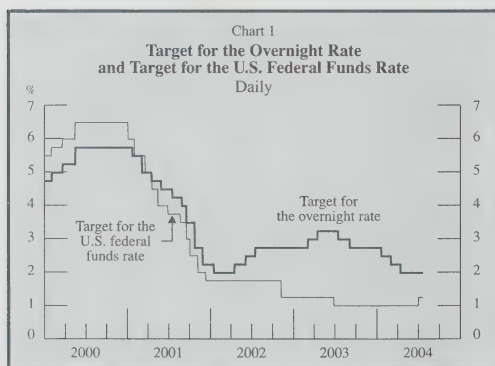
growth in Canada to be about 2 3/4 per cent in 2004, on an average annual basis—unchanged from the April *Report*—and 3 1/2 per cent in 2005—slightly lower than in the April *Report*.

Highlights

- The Bank's outlook for economic growth and core inflation in Canada is little changed from the April *Monetary Policy Report*.
- The Canadian economy is judged to be operating slightly closer to full capacity than was anticipated in April and is now expected to reach its production potential by mid-2005.
- Core CPI inflation is still projected to move back up to 2 per cent by the end of 2005.
- The short-term projection for total CPI inflation has been raised to reflect higher-than-expected world oil prices.
- Monetary stimulus will have to be removed to avoid a buildup of inflation pressures. The pace of the withdrawal will depend on the evolving prospects for inflation and for capacity pressures.

On a fourth-quarter-to-fourth-quarter basis, the Bank's projection calls for growth of about 3 1/2 per cent in 2004—higher than expected in April owing to a stronger first half—and 3 1/4 per cent in 2005—lower than projected in April. This outlook implies that the output gap would close by mid-2005, with core inflation moving back up to 2 per cent by the end of 2005.

Against this background, the Bank held its target overnight rate unchanged at 2 per cent on 20 July (Chart 1). Experience tells us, however, that as economies approach their production capacity, monetary stimulus must be removed to avoid a buildup of inflation pressures. Indeed, market interest rates, in Canada and elsewhere, incorporate expectations of such adjustment to policy interest rates. The timing and magnitude of rate increases will clearly vary according to each country's economic circumstances.



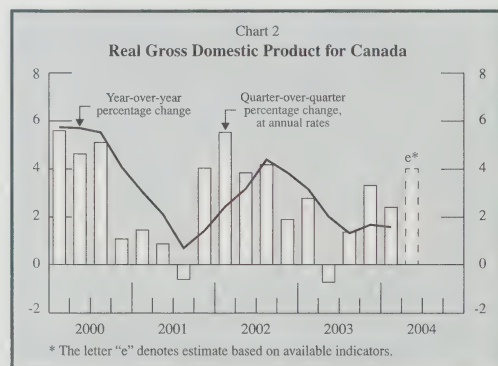
In Canada, the withdrawal of monetary stimulus will depend on the evolving prospects for inflation and for pressures on capacity. Three factors will play a particularly important role in this respect. The first is the assessment of the size of the output gap. The second is the future growth of Canadian exports and imports, which is particularly uncertain because of the

ongoing adjustments to global changes and the recent patterns in trade growth. The third is the overall effect on the Canadian economy of current and future movements in the world prices of oil and non-energy commodities. In addition to these three factors, there continue to be heightened geopolitical concerns.

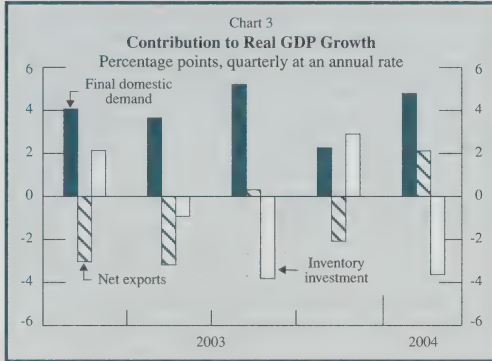
Overview of Recent Economic and Financial Developments

The global economic recovery is advancing, with strong growth in the United States, Japan, and the emerging Asian economies—especially China—in the first quarter of 2004. Although growth in Canada's real GDP slowed to 2.4 per cent in the first quarter of 2004 as a result of a marked inventory correction, it is expected to have strengthened to about 4 per cent in the second quarter (Charts 2 and 3). Thus, economic growth in the first half of this year is estimated to be around 3 1/4 per cent, somewhat higher than projected in the *April Report*, with increases in both final domestic demand and exports being stronger than anticipated.

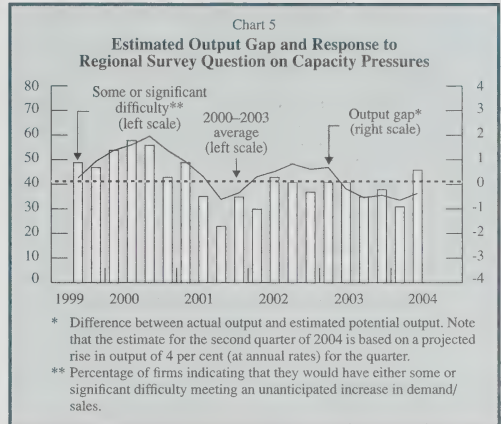
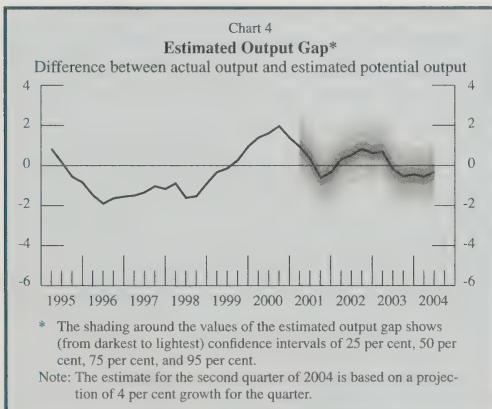
Combined with a small upward revision to Canadian real GDP data for 2003,¹



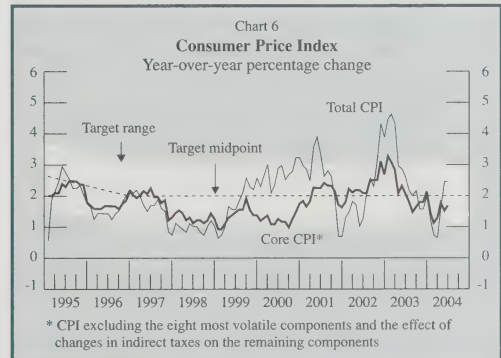
1. Statistics Canada's estimate of real growth for 2003, on an average annual basis, was revised up to 2.0 per cent from an initial estimate of 1.7 per cent.



this outlook implies a somewhat smaller output gap at mid-year than was projected in the last *Report*. While recognizing that there is a wide confidence interval around any estimate of the output gap, the Bank judges that its conventional measure provides a balanced assessment of excess supply (Chart 4). Product market indicators suggest greater pressure on capacity. For example, in the Bank's latest *Business Outlook Survey*, the proportion of firms reporting pressures on capacity rose above the 2000–2003 average (Chart 5). On the other hand, some labour market indicators point to less pressure on capacity. Hours worked are below trend, and wage increases remain moderate.



Core inflation moved up from 1.1 per cent in February to 1.7 per cent in June (Chart 6). This is higher than projected in the last *Report*, owing partly to unanticipated delays in reductions to auto insurance premiums and larger-than-expected increases in prices for motor vehicles and meat. At the same time, unexpectedly high prices for crude oil, together with unusually tight conditions in North American gasoline markets, led to a sharp rise in total CPI inflation. The 12-month rate of increase in the total CPI was 2.5 per cent in June, up from 0.7 per cent in February.



Adjusting to Global Change

Canadian producers continue to adjust to developments in the global economy—substantially stronger world demand, higher commodity prices, and the realignment of the U.S. dollar against most major currencies, including the Canadian dollar.

After rising to a 10-year peak of 78.85 cents against the U.S. dollar in January, the Canadian dollar moved down to a low of 71.41 cents U.S. in mid-May. Since early June, the dollar has generally been trading in a range between 73.5 cents U.S. and 76.5 cents U.S.

These developments, and their implications for the demand for Canadian goods and services, are leading to shifts in activity and employment among sectors and to major adjustments by many firms. In particular, many firms in industries with a high exposure to international trade have focused on improving productivity and reducing costs.

Between December 2003 and April 2004, output growth in Canada continued to be particularly strong in sectors with a low exposure to foreign competition. In recent months, however, exports have also surged. It thus seems likely that even industries highly exposed to international trade could see significant increases in their output over the near term, owing to robust global economic growth. Indeed, the Bank's latest *Business Outlook Survey* suggests that firms are now more confident about sales prospects over the next 12 months, both domestically and abroad. However, the adjustment to developments in the global economy is not completed.

Moreover, it has been unusually difficult recently to explain the movements in the volumes of both exports and imports in terms of their underlying fundamentals. At mid-2003, the levels of both exports and imports appeared to be well below what their historical relationships with real income and relative prices would have suggested. Since then, exports seem to have regained

lost ground, while imports have recouped only a small portion. These puzzling developments, together with the substantial revisions to these data, make it difficult to predict the future contribution of net exports to GDP growth.

Economic Prospects

Recent data point to some slowing of growth in the United States. In its base-case outlook, the Bank now expects U.S. real GDP to grow by about 4 1/2 per cent in 2004 and 4 1/4 per cent in 2005. Although lower than projected in the *April Report*, this still represents a solid performance led by robust business and consumer spending. While near-term prospects are improving in the euro-zone countries, the risk of slightly weaker growth over the next two years relative to that assumed in the *April Report* has increased. In Japan, however, prospects for a sustained recovery are now firmer. Asia's strengthening economies will continue to support the global economic upswing, so long as China manages a smooth return to a path of sustainable growth.

Consistent with the global growth profile and the expectations of financial markets, this projection also assumes rising international interest rates to moderate inflation pressures as output levels in various countries approach production capacity.

In the past several months, world oil prices have been significantly higher than expected, reflecting strong global demand for oil and heightened tensions in the Middle East. The Bank's projection assumes that the West Texas Intermediate (WTI) price will average about US\$38 per barrel in the second half of 2004 (about US\$6 more than assumed in the last *Report*), before easing to US\$35 per barrel by the second half of next year.²

2. Oil prices have been volatile in recent weeks. Spot and forward prices on 20 July were somewhat higher than assumed in the Bank's current projection.

In Canada, economic growth through to the end of 2005 is expected to come primarily from domestic demand (Table 1).

Table 1 Contributions to Annual Real GDP Growth ¹			
	2003	2004	2005
Consumption	1.8	1.8 (1.3)	1.8 (2.1)
Housing	0.4	0.5 (0.3)	0.0 (0.1)
Government	0.9	0.5 (0.5)	0.7 (0.7)
Business fixed investment	0.4	0.7 (0.7)	0.9 (0.9)
Subtotal: Final domestic demand	3.5	3.5 (2.8)	3.4 (3.8)
Exports	-0.9	2.3 (2.1)	1.6 (2.1)
Imports	-1.4	-2.4 (-2.1)	-1.9 (-2.2)
Subtotal: Net exports	-2.3	-0.1 (0)	-0.3 (-0.1)
Inventories	0.8	-0.7 (-0.1)	0.4 (0.1)
GDP	2.0 (1.7)	2.7 (2.7)	3.5 (3.8)

1. Figures in parentheses are estimates used for the scenario in the *April Report*.

While strong foreign demand implies further gains in exports, despite the ongoing dampening influence of the past appreciation of the Canadian dollar, this is likely to be more than offset by faster growth in imports. Solid growth in consumer spending should be sustained by advances in real incomes. Housing expenditures are projected to slow down, however, following a period of intense activity. Business investment should continue to benefit from strong global growth, high commodity prices, favourable financial conditions, and lower prices for imported machinery and equipment.

The projection assumes that governments will maintain fiscal balance by keeping growth in spending in line with growth in revenues.

The higher world oil prices assumed in this outlook will tend to reduce demand for Canadian exports and increase production costs for Canadian firms. But they should also lead to some increase in output and capital spending by energy-producing companies. Hence, the net effect on Canadian GDP is expected to be close to zero.

The Bank's base-case projection calls for real GDP growth in Canada to average about 3 1/2 per cent in both the second half of 2004 and the first half of 2005, before easing to 3 per cent (the estimated rate of growth of potential output) in the second half.³ In terms of annual averages, this implies GDP growth of about 2 3/4 per cent in 2004 and 3 1/2 per cent in 2005. The growth projection for 2005 is lower than that in the *April Report*, owing partly to the weaker U.S. outlook and partly to an anticipated slowing in household expenditures on durables and housing following their recent rapid expansion. With this growth profile, the Canadian economy is now expected to reach its production potential by mid-2005.

The Outlook for Inflation

The Bank's near-term outlook for core inflation is little changed from the *April Report*, since the recent surprises to core inflation are largely attributed to temporary influences. Core inflation is projected to remain just above 1.5 per cent for the rest of 2004, before gradually moving up to the 2 per cent target by the end of 2005 (Table 2).

The presence of excess supply until mid-2005 should keep core inflation below longer-run inflation expectations of 2 per cent

3. Quarter-to-quarter movements in GDP could be influenced by fluctuations in inventory investment.

Table 2 Projection for Core and Total CPI Inflation Year-over-year percentage change*						
	2004			2005		2006
	Q2	Q3	Q4	H1	H2	H1
Core inflation	1.7 (1.4)	1.7 (1.6)	1.6 (1.6)	1.8 (1.7)	1.9 (1.9)	2.0
Total CPI	2.2 (1.7)	2.2 (1.7)	2.2 (1.7)	1.8 (1.6)	1.6 (1.7)	1.7
WTI** (level)	38 (33)	38 (32)	38 (32)	36 (32)	35 (30)	33

* Figures in parentheses are from the April *Monetary Policy Report*.

** Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel)

through to the end of 2005. The earlier appreciation of the Canadian dollar is also expected to continue to exert a small amount of downward pressure on core inflation over the remainder of 2004.

The outlook for the 12-month rate of increase in the total CPI will continue to be crucially affected by developments in the markets for crude oil. Given the outlook for the WTI price of oil, total CPI inflation is likely to remain above 2 per cent for the rest of this year, before falling slightly below core inflation in the second half of 2005.

Copies of the *Monetary Policy Report* and the *Update* can be obtained by contacting the Bank at:

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca

Web site: <http://www.bankofcanada.ca>

La présence de capacités excédentaires d'ici le milieu de l'année prochaine contribuera sans doute à maintenir jusqu'à la fin de 2005 l'inflation mesurée par l'indice de référence en deçà du taux de 2 % attendu à long terme. L'appréciation passée du dollar canadien devrait aussi continuer à exercer de faibles pressions à la baisse sur cette mesure de l'inflation durant le reste de 2004.

Les perspectives concernant le taux d'accroissement sur 12 mois de l'IPC global seront influencées encore dans une large mesure par le comportement des cours du pétrole brut. Étant donné les perspectives d'évolution du prix du baril de West Texas Intermédiaire, le rythme d'augmentation de l'IPC global devrait demeurer supérieur à 2 % pendant le reste de l'année, avant de descendre légèrement sous celui de l'indice de référence au second semestre de 2005.

Les perspectives en matière d'inflation

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que le PIB réel du Canada progressera en moyenne de quelque 3 1/2 % au second semestre de 2004 et au premier semestre de 2005, avant de redescendre à 3 % (soit le taux de croissance estimé de la production potentielle) au deuxième semestre. En moyenne annuelle, le taux d'augmentation du PIB devrait donc avoisiner 2 3/4 % en 2004 et 3 1/2 % en 2005. Les prévisions de croissance pour l'an prochain sont inférieures à celles formulées en avril, en raison notamment de la révision à la baisse des perspectives aux États-Unis et du ralentissement escompté des dépenses des ménages consacrées aux biens durables et au logement, après la rapide expansion que celles-ci ont connue récemment. Selon ce profil de croissance, on s'attend maintenant à ce que l'économie canadienne atteigne son plein potentiel d'ici le milieu de 2005.

Les perspectives d'évolution à court terme de l'inflation mesurée par l'indice de référence ont peu changé depuis la parution de la livraison d'avril du *Rapport*, la montée de la livraison d'avril du *Rapport* mesurée par l'indice d'augmentation de l'indice de référence de référence ces derniers temps étant surtout attribuable à des facteurs temporaires. Le taux d'augmentation de l'indice de référence devrait rester un peu au-dessus de 1,5 % jusqu'à la fin de 2004, puis remonter progressivement à la cible de 2 % avant la fin de 2005 (Tableau 2).

3. Les variations trimestrielles du PIB pourraient être influencées par les fluctuations des investissements en stocks.

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés du *Rapport sur la politique monétaire* paru en avril.

** Hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermédiaire (en \$ E.-U. le baril)

Projections concernant l'inflation mesurée par l'indice de référence et l'IPC global				Taux de variation sur quatre trimestres*			
		2004		2005		2006	
		2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	1 ^{er}
Indice de référence	WTI**	trim.	trim.	trim.	sem.	sem.	sem.
2,0	1,7	1,7	1,7	1,6	1,8	1,9	2,0
(1,4)	(1,7)	(1,6)	(1,7)	(1,7)	(1,8)	(1,9)	(2,0)
2,2	3,8	2,2	2,2	2,2	1,8	1,6	1,7
(1,7)	(3,3)	(1,7)	(1,7)	(1,7)	(1,6)	(1,7)	(1,7)
3,8	3,8	3,8	3,8	3,6	3,5	3,3	3,3
(3,3)	(3,3)	(3,3)	(3,3)	(3,2)	(3,2)	(3,0)	(3,0)

Pour recevoir des exemplaires du *Rapport sur la politique monétaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec la Banque :

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca
Site Web : <http://www.banqueducanada.ca>

2. Les cours du pétrole ont été volatils ces dernières semaines. Les prix au comptant et à terme dépassaient quelque peu le 20 juillet les niveaux que la Banque prend pour hypothèse dans le présent scénario.

On estime que l'expansion de l'économie canadienne d'ici la fin de 2005 proviendra surtout de la demande intérieure (Tableau 1). Même si la forte demande étrangère implique de nouveaux gains au chapitre des exportations, malgré l'effet modérateur persistant de l'appréciation passée du dollar canadien, il est probable que ces gains seront largement compensés par une accélération du rythme des importations. La croissance vigoureuse des dépenses de consommation devrait être alimentée par la progression des revenus réels. Les dépenses en logement devraient toutefois se ralentir, après une période d'intense activité. On s'attend à ce que les investissements des entreprises continuent de profiter de la solide expansion

Depuis quelques mois, les cours mondiaux du pétrole sont beaucoup plus élevés qu'escompté, par suite de la forte demande de pétrole à l'échelle internationale et des tensions accrues au Moyen-Orient. Dans son scénario, la Banque présume que le prix du baril de West Texas Intermédiaire se situera en moyenne aux alentours de 38 dollars E.-U. au second semestre de 2004 (soit environ 6 dollars E.-U. de plus qu'on ne le supposait en avril), avant de redescendre à 35 dollars E.-U. dans la deuxième moitié de l'an prochain².

Conformément au profil de croissance de l'économie mondiale et aux attentes des marchés financiers, la projection de la Banque repose aussi sur l'hypothèse que les taux d'intérêt vont augmenter dans le monde afin de modérer les pressions inflationnistes à mesure que les différents pays s'approcheront des limites de leur capacité de production.

légèrement en deçà de celui prévu dans la livraison d'avril du *Rapport* s'est accentuée. Au Japon, en revanche, les perspectives d'une reprise durable se sont renforcées. La vigueur des économies d'Asie continuera de favoriser le redressement de l'économie mondiale, à condition que la Chine réussisse l'atterrissage en douceur de son économie, dont le rythme de croissance actuel n'est pas viable.

Le niveau plus élevé des cours mondiaux du pétrole supposé par la Banque aura tendance à réduire la demande extérieure de produits canadiens et à faire augmenter les coûts de production des entreprises au pays. En revanche, il devrait aussi entraîner une hausse de la production et des dépenses d'investissement des sociétés productrices d'énergie. Par conséquent, l'effet net sur le PIB canadien devrait être à peu près nul.

Dans sa projection, la Banque postule que les administrations publiques maintiendront l'équilibre budgétaire en faisant progresser leurs dépenses à la même cadence que leurs recettes.

de l'économie mondiale, des prix élevés des produits de base, des conditions financières favorables et de la diminution des coûts des machines et du matériel importés.

1. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux estimations utilisées dans le scénario du *Rapport* d'avril.

Tableau 1 Contributions à la croissance annuelle du PIB réel ¹			
	2003	2004	2005
Consommation	1,8	1,8	1,8
	(1,3)	(1,3)	(2,1)
Logement	0,4	0,5	0,0
	(0,3)	(0,3)	(0,1)
Administrations publiques	0,9	0,5	0,7
	(0,7)	(0,5)	(0,7)
Investissements fixes des entreprises	0,4	0,7	0,9
	(0,7)	(0,7)	(0,9)
Total partiel : demande	3,5	3,5	3,4
	(2,8)	(2,8)	(3,8)
Exportations	-0,9	2,3	1,6
	(2,1)	(2,1)	(2,1)
Importations	-1,4	-2,4	-1,9
	(-2,1)	(-2,2)	(-2,2)
Total partiel : exportations nettes	-2,3	-0,1	-0,3
	(0)	(0)	(-0,1)
Stocks	0,8	-0,7	0,4
	(-0,1)	(-0,1)	(0,1)
PIB	2,0	2,7	3,5
	(1,7)	(2,7)	(3,8)

Les données récentes indiquent un ralentissement de la croissance aux États-Unis. Dans son scénario de référence, la Banque s'attend maintenant à ce que le PIB réel de ce pays s'accroisse d'environ 4 1/2 % en 2004 et 4 1/4 % en 2005. Quoiqu'ils soient inférieurs à ceux contenus dans le *Rapport d'avril*, ces chiffres représentent une solide croissance, soutenue par des dépenses robustes de la part des entreprises et des ménages. Si les perspectives à court terme s'améliorent dans les pays de la zone euro, le risque que le taux d'expansion au cours des deux prochaines années s'établisse

Les perspectives économiques

En outre, il est exceptionnellement difficile, depuis quelque temps, d'expliquer les mouvements du volume des exportations et des importations en se fondant sur leurs déterminants fondamentaux. Au milieu de 2003, les niveaux des exportations aussi bien que des importations semblaient se situer bien en deça de ce que les relations habituellement observées entre ceux-ci, d'une part, et le revenu réel et les prix relatifs, d'autre part, auraient pu laisser croire. Depuis, les exportations ont apparemment regagné le terrain perdu, tandis que le niveau des importations ne s'est que très partiellement rétabli. Compte tenu de cette évolution inusitée et des révisions substantielles auxquelles ces données sont sujettes, il est malaisé de prédire dans quelle mesure les exportations nettes contribueront à l'expansion du PIB réel au cours de la période à venir.

exportations ont aussi vivement progressé. Ainsi, il paraît probable que même les secteurs très ouverts au commerce international pourraient accroître sensiblement leur production à court terme, en raison de la vigueur de l'expansion économique mondiale. D'ailleurs, les résultats de la dernière enquête menée par la Banque après des entreprises indiquent que celles-ci envisagent maintenant avec plus d'optimisme la croissance de leurs ventes au cours des 12 prochains mois, tant au pays qu'à l'étranger. Toutefois, l'ajustement de l'économie canadienne à la conjoncture internationale n'est pas terminé.

De décembre 2003 à avril 2004, l'avance de la production au Canada est demeurée particulièrement forte dans les secteurs peu exposés à la concurrence étrangère. Au cours des derniers mois, cependant, les

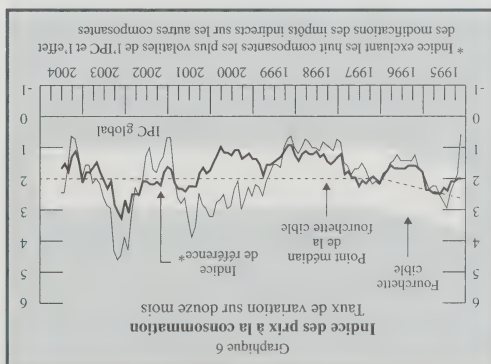
coûts. Après avoir culminé à 78,85 cents E.-U. par rapport au billet vert en janvier (un sommet en dix ans), le cours du dollar canadien a touché un creux de 71,41 cents à la mi-mai. Depuis le début de juin, il varie généralement dans une fourchette de 73,5 à 76,5 cents E.-U.

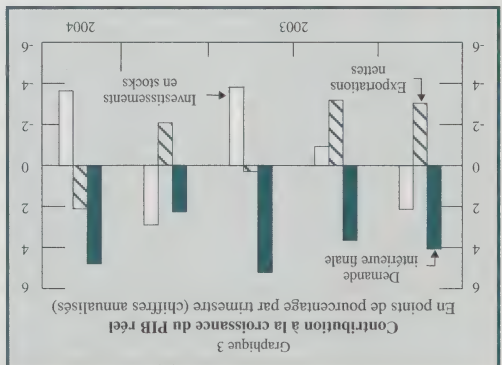
Ces changements, ainsi que les retombées des services canadiens, entraînent un déplacement de l'activité et de l'emploi entre les secteurs et obligent de nombreuses entreprises à se livrer à des ajustements majeurs. Ainsi, beaucoup de celles appartenant à des secteurs très ouverts au commerce international se sont attachées à améliorer leur productivité et à réduire leurs

Après avoir culminé à 78,85 cents E.-U. par rapport au billet vert en janvier (un sommet en dix ans), le cours du dollar canadien a touché un creux de 71,41 cents à la mi-mai. Depuis le début de juin, il varie généralement dans une fourchette de 73,5 à 76,5 cents E.-U.

L'ajustement à la conjoncture internationale

global s'est établi à 2,5 % en juin, comparativement à 0,7 % en février.





un niveau quelque peu supérieur à celui anticipé dans le Rapport d'avril, et que le raffermissement de la demande intérieure

finale aussi bien que des exportations a été

plus prononcé que prévu.

Conjuguée à une modeste révision à la

hausse des chiffres du PIB réel du Canada

pour 2003, cette projection implique un écart

de production un peu plus faible au milieu de

l'année que celui qui était projeté dans la

précédente livraison du Rapport. Même si

elle reconnaît que toute mesure de l'écart

de production est entourée d'un large

intervalle de confiance, la Banque considère

que celle qu'elle utilise habituellement

fournit une appréciation équilibrée de

l'offre excédentaire (Graphique 4). Les

indicateurs du marché des biens font état

d'une intensification des pressions exercées

sur l'appareil de production. Par exemple,

dans la dernière enquête de la Banque sur les

perspectives des entreprises, dont les

résultats viennent d'être publiés, la

proportion des firmes ayant signalé que des

pressions se faisaient sentir sur leur capacité

de production a excédé la moyenne observée

de 2000 à 2003 (Graphique 5). Par contre,

certain indicateurs du marché du travail

témoignent d'une diminution des pressions

sur les capacités de l'économie. Le nombre

d'heures travaillées est inférieur au niveau

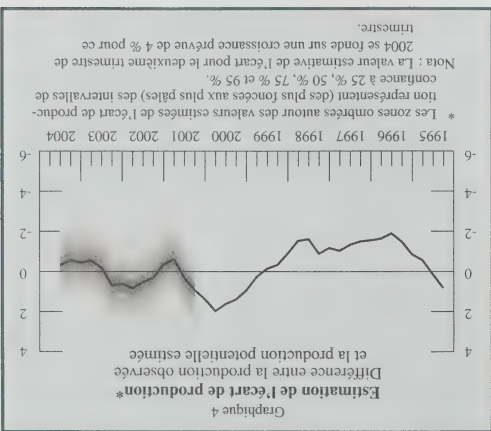
tendanciel et les majorations de salaire restent

modérées.

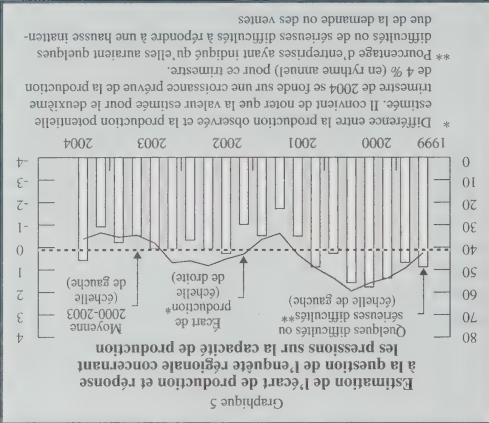
1. Statistique Canada a révisé à la hausse le niveau estimé du

taux de croissance réel pour l'année 2003, qui se situe main-

tenant à 2,0 % en moyenne annuelle, contre 1,7 % initialement.



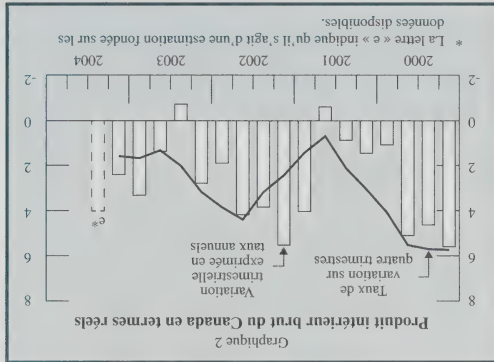
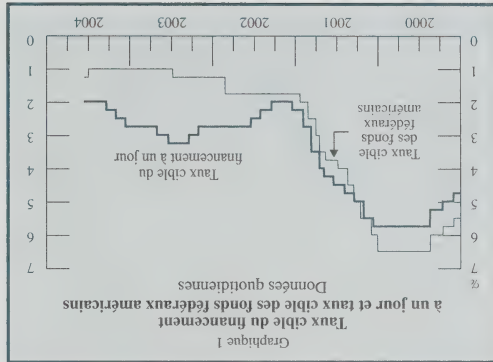
L'inflation mesurée par l'indice de référence est passée de 1,1 % en février à 1,7 % en juin (Graphique 6), soit au-dessus du niveau que la Banque entrevoyait dans le Rapport d'avril — ce qui s'explique en partie par une réduction des primes d'assurance automobile plus lente que prévu à se matérialiser, ainsi que par des hausses des prix des voitures et de la viande ayant dépassé les prévisions. Parallèlement, l'inflation mesurée par l'IPC global a vivement augmenté, en raison du niveau inattendu qu'ont atteint les prix du pétrole brut et de la situation anormalement tendue sur les marchés nord-américains de l'essence. Le taux d'accroissement sur 12 mois de l'IPC



Troisièmement, les indicateurs récents de l'économie américaine pour des raisons autres que l'effet de la montée des prix du pétrole. Compte tenu de tous ces facteurs, la Banque s'attend maintenant à ce que la croissance au Canada se situe en moyenne annuelle aux environs de 2 3/4 % en 2004 — soit le même niveau que celui anticipé dans le Rapport d'avril — et de 3 1/2 % en 2005 — soit un niveau légèrement inférieur à celui présenté en avril.

Mesuré d'un quatrième trimestre à l'autre, le rythme d'expansion avoisinerait 3 1/2 % cette année — en hausse par rapport aux prévisions d'avril en raison du dynamisme de l'économie canadienne au premier semestre — et 3 1/4 % l'an prochain — en baisse par rapport aux chiffres d'avril. Cette projection suppose que l'écart de production se résorbera d'ici le milieu de 2005 et que l'inflation mesurée par l'indice de référence remontera à 2 % avant la fin de l'année prochaine.

Dans ce contexte, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 2 % le 20 juillet (Graphique 1). On sait néanmoins par expérience qu'une économie approche des limites de sa capacité de production, il est nécessaire de réduire le degré de détente monétaire afin d'éviter une intensification des pressions inflationnistes. De fait, les taux d'intérêt pratiques sur les marchés, au Canada et ailleurs, reflètent les attentes d'un rajustement des taux directs. Le moment et l'ampleur des majorations de taux varieront bien évidemment selon la conjoncture économique de chaque pays.



Vue d'ensemble de l'évolution économique et financière récente

Au Canada, la réduction de la dette monétaire dépendra de l'évolution des perspectives concernant l'inflation et les pressions s'exerçant sur l'appareil de production. Trois facteurs joueront un rôle particulièrement important à cet égard. Le premier est la taille estimée de l'écart de production. Le deuxième est la progression future des exportations et des importations canadiennes, qu'il est difficile de prédire vu les ajustements en cours à la conjoncture internationale et le profil récent de croissance des échanges commerciaux. Le troisième est l'incidence générale sur l'économie canadienne des variations actuelles et futures des cours mondiaux du pétrole et des produits de base non énergétiques. Outre ces trois facteurs, les préoccupations liées au contexte géopolitique demeurent vives.

La reprise de l'activité économique mondiale se poursuit, une expansion vigoureuse ayant été enregistrée aux États-Unis, au Japon et dans les pays à marché émergent d'Asie — en particulier la Chine — au premier trimestre de 2004. Au Canada, le rythme de progression du PIB réel a ralenti pour s'établir à 2,4 % durant cette période, sous l'effet d'une importante correction des stocks, mais on s'attend à ce qu'il ait remonte à environ 4 % au second trimestre (Graphiques 2 et 3). La Banque estime donc que le taux de croissance au premier semestre de 2004 s'est situé aux alentours de 3 1/4 %.

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

MISE À JOUR

— juillet 2004 —

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondée sur l'information reçue au 20 juillet 2004.

Depuis la parution de la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*, la Banque du Canada a été amenée à modifier légèrement ses prévisions en matière d'expansion économique et d'inflation au pays en raison de trois facteurs.

Premièrement, on estime maintenant que le taux de croissance au premier semestre de 2004 a quelque peu dépassé le chiffre avancé en avril, par suite du renforcement de la demande intérieure finale et de la demande étrangère de produits canadiens. Cette estimation, conjuguée à une modeste révision à la hausse apportée aux données du PIB pour 2003, donne à penser que l'offre excédentaire au milieu de 2003 est un peu moins importante que prévu.

Deuxièmement, les prix mondiaux du pétrole ont été supérieurs aux projections. La Banque s'attend donc à ce que le taux d'accroissement de l'IPC global soit plus élevé au cours des prochains trimestres, mais elle ne croit pas que cette augmentation se répercutera de manière sensible sur la trajectoire de l'inflation mesurée par l'indice de référence. Le renchérissement du pétrole aura tendance à ralentir l'activité aux États-Unis et dans les grands pays d'outre-mer par rapport aux prévisions antérieures, mais il est peu probable que la croissance globale de la production au Canada s'en ressentira beaucoup.

Faits saillants

- Les prévisions de la Banque relatives à l'expansion économique au pays et à l'inflation mesurée par l'indice de référence ont peu changé depuis la parution de la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*.
- On estime que l'économie canadienne tourne légèrement plus près des limites de sa capacité qu'on ne le pensait en avril et l'on s'attend maintenant à ce qu'elle atteigne son plein potentiel d'ici le milieu de 2005.
- La Banque juge encore que l'inflation mesurée par l'indice de référence remontera à la cible de 2 % avant la fin de l'an prochain. Les projections à court terme concernant le taux d'accroissement de l'IPC global ont été revues à la hausse pour tenir compte du niveau plus élevé que prévu des cours mondiaux du pétrole.
- Il faudra réduire le degré de détente monétaire afin de prévenir une intensification des pressions inflationnistes. Le rythme de la réduction dépendra des perspectives quant à l'inflation et aux pressions exercées sur l'appareil de production.

MONETARY POLICY REPORT

UPDATE

– January 2005 –



*This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada.
It presents the Bank's updated outlook based on information
received up to 25 January 2005.*

The adjustment of the Canadian economy to major global developments continues to shape the economic outlook. These developments include solid world economic growth; a realignment of world currencies, including the Canadian dollar; movements in the prices of crude oil and non-energy commodities; and the growing global presence of China and India. Canadian monetary policy facilitates the adjustment process by aiming to keep inflation at its 2 per cent target and the economy operating near its production capacity.

The near-term outlook for the global economy is a touch weaker than projected in the October *Monetary Policy Report*, but there is now greater confidence in the momentum of the U.S. economy in 2005.

The Canadian economy is expected to have been marginally weaker in the fourth quarter of 2004 than projected in the last *Report*, owing partly to a somewhat more pronounced adjustment to the past appreciation of the Canadian dollar. As well, since October, the dollar has traded in a higher range than it had prior to the October *Report*.

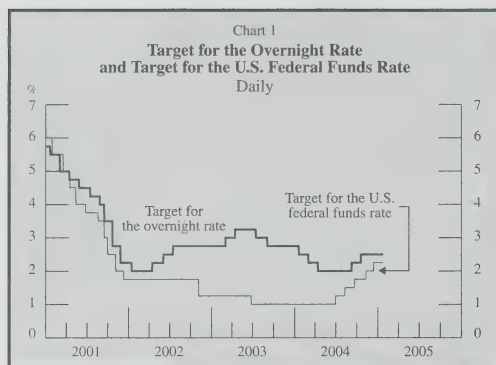
Largely reflecting the dampening effects on aggregate demand of the recent appreciation of the Canadian dollar, the economy is expected to operate a little further below its full production capacity in 2005 than was anticipated at the time of the last

Report. For 2006, growth is projected to pick up to slightly more than 3 per cent, consistent with returning the economy to its production capacity in the second half of the year, and returning core inflation to the 2 per cent target around the end of 2006.

In line with this revised outlook, the pace of reduction in monetary stimulus is likely to be slower than envisioned in the

Highlights

- The economy is expected to operate a little further below its production capacity in 2005 than was anticipated at the time of the October *Monetary Policy Report*.
- The pace of reduction in monetary stimulus is likely to be slower than envisioned in the October *Report*.
- Growth is expected to pick up to slightly more than 3 per cent in 2006.
- With the economy moving back to its production capacity in the second half of 2006, core inflation should return to the 2 per cent target around the end of 2006.
- There are both upside and downside risks around the outlook, which continue to relate to the adjustment to global developments.



October *Report*. Against this background, the Bank left its target for the overnight rate unchanged in December and January (Chart 1).

This outlook is subject to both upside and downside risks and to uncertainties. While the near-term risks surrounding the global economic outlook have lessened, there are still significant medium-term risks related to the evolution of oil prices, the pace of expansion in China, the way in which current account balances in the United States and East Asia will be resolved, and geopolitical developments.

Uncertainties with respect to the Canadian outlook continue to relate to the ongoing adjustments to changes in the global economy, including changes in the exchange rate. Understanding the reasons behind exchange rate movements is crucial, because they may have different implications for aggregate demand and thus for monetary policy (Box p. 3).

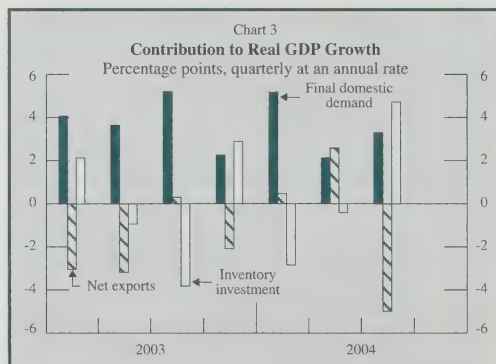
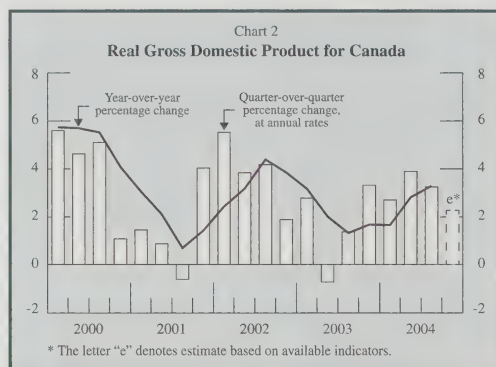
Recent Economic Developments

Canada's real GDP advanced at an annual rate of 3.2 per cent in the third quarter of 2004 (Chart 2), supported by a rise in final domestic demand (Chart 3). Exports, however, were considerably weaker than expected, contributing to a larger-than-anticipated buildup of inventories. Economic growth is

expected to have slowed to about 2 1/4 per cent in the fourth quarter of 2004 as firms began to correct this buildup.

Growth for the second half of 2004 is thus estimated to have been around 2 3/4 per cent—slightly lower than projected in the October *Report*. This is also marginally below the Bank's estimate of growth in the economy's production potential.

Although considerable uncertainty is associated with any estimate of the output gap, the Bank judges that the economy is operating slightly below its capacity limits, consistent with its conventional measure of the output gap (Chart 4). This judgment is also broadly consistent with the response of firms to the question on capacity pressures in the Bank's latest *Business Outlook Survey*. Some indicators, however, point to more slack.



Monetary Policy and Exchange Rate Movements

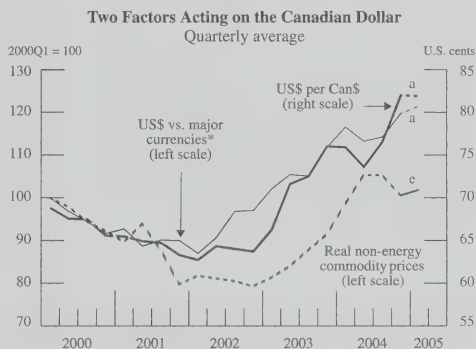
Over the past two years, the Canadian dollar has appreciated by about 25 per cent relative to the U.S. dollar, from an average of 65 cents U.S. in January 2003 to an average of 82 cents U.S. in January 2005.

Understanding the causes of exchange rate movements is important because the implications for the Canadian economy of a change in the exchange rate depend crucially on the cause of the change, and may therefore require a different monetary policy response. From the standpoint of monetary policy, these causes can be divided into two broad types: those that stem from changes in the demand for Canadian goods and services, and those that do not. Developments over the past two years provide a useful illustration of these two types of forces.

The first type relates to the strengthening global economic recovery, which led to a substantial increase in world commodity prices and to strong foreign demand for Canadian products, especially raw materials. This development represented a direct increase in Canadian aggregate demand. The associated appreciation of the Canadian dollar dampened the increase in aggregate demand and helped to facilitate the adjustment of the Canadian economy by encouraging a shift in activity towards Canada's commodity-exporting sector. To the extent that the dampening effect on aggregate demand exactly offsets the direct increase in demand, there would be no need for a policy response.

The second type, independent of the demand for Canadian goods and services, relates to the general weakening of the U.S. dollar against most major floating currencies. This reflects growing concerns about a shortage of savings in the United States, partly related to the expanding U.S. fiscal deficit, and a surplus of savings elsewhere, mainly in Asia. The associated appreciation of the Canadian dollar works to reduce foreign demand for Canadian products. All other things being equal, this would require monetary policy to be more stimulative than it otherwise would have been.

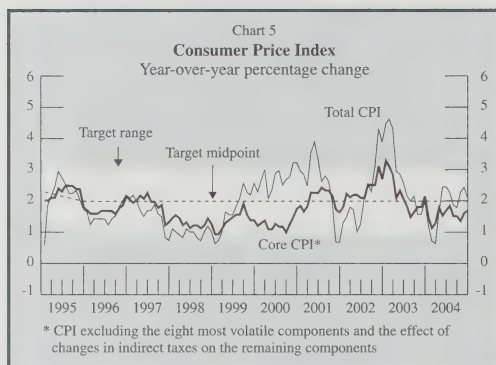
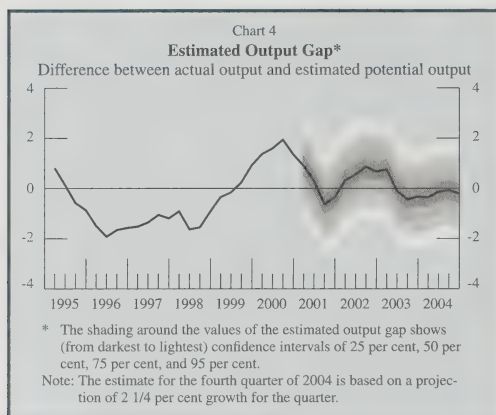
Over the past two years, an important challenge for Canadian monetary policy has been to determine the relative importance of these two main forces on the Canadian dollar and the net impact on Canadian aggregate demand. For the early part of this period, both forces were at play, although the stronger world demand and rising commodity prices appeared to be producing most of the dollar's momentum. In the past few months, however, the weakening U.S. dollar appears to have become the relatively more important factor, especially against a background of broadly stable commodity prices.



* An increase represents a depreciation of the U.S. dollar against a trade-weighted average of the euro, the yen, the U.K. pound, and the Swiss franc.

Note: The letter "a" denotes average of daily rates up to 24 January 2005.

The letter "c" denotes estimate based on available indicators.



For instance, wage increases have remained quite moderate and, on average, core inflation has been below the 2 per cent midpoint of the target range since mid-2003. In contrast, other indicators, such as capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector, suggest greater pressure on capacity.

Core inflation remained near 1.5 per cent between August and December (Chart 5). Modest excess supply in the Canadian economy through most of 2003 and in early 2004 contributed to keeping the core rate of inflation slightly below longer-run expectations. Falling prices for many import-intensive goods, partly associated with the appreciation of the Canadian dollar, also continued to put downward pressure on core inflation in the second half of 2004.

At the same time, the 12-month rate of increase in the total CPI averaged slightly more than 2 per cent, chiefly reflecting substantial increases in the consumer prices of gasoline and fuel oil from their levels a year earlier.

Adjusting to Global Change

In the first half of 2004, the global economic upswing contributed to a surprisingly strong recovery in Canadian exports. As a result, despite the earlier appreciation of the Canadian dollar, output rose sharply between December 2003 and August 2004 in a number of industries highly exposed to international trade.

Canadian exports fell back in the third quarter of 2004, and output in sectors highly exposed to international competition decreased somewhat in September and October. The further increase in the Canadian dollar since mid-2004 and some moderation in the growth of global demand will likely weigh more heavily on these industries through 2005.

There are clearer indications of adjustment by Canadian firms to the past and recent appreciation of the dollar. The Bank's latest *Business Outlook Survey*, conducted between mid-November and mid-December, showed a clear distinction between firms that have been adversely affected by the appreciation of the Canadian dollar and those that have not. While the latter have become more optimistic about future sales prospects, the former—mostly manufacturers, exporters, and their suppliers—have become noticeably pessimistic.

The *Survey* indicates that many firms are taking measures to improve productivity and reduce costs, not only in response to the dollar's appreciation, but also because of increased competition from Asian suppliers. A growing number of firms have chosen to cut costs by increasing their imports of inputs and finished goods from Asia. Some firms are adjusting to the appreciation by moving away from

low-profit products and markets towards those yielding higher returns. Still others are planning to increase their investment in machinery and equipment. In contrast to previous surveys, these now include firms that report having been adversely affected by the appreciation of the Canadian dollar.

Economic Prospects

World oil prices have eased since late October. Current oil futures contracts suggest that the West Texas Intermediate (WTI) oil price will average around US\$47 per barrel in the first half of 2005, before easing to about US\$42 per barrel by the second half of 2006 (see Table 2). This scenario for oil prices is somewhat lower than that used in the last *Report* and provides a more solid base for prospective growth in the global economy.

The appreciation of the euro and the yen vis-à-vis the U.S. dollar will direct demand away from Japan and the euro area towards China and the United States. U.S. economic growth will be underpinned by robust business expenditures and sustained consumer spending supported by employment gains. The U.S. economy is thus expected to grow by just under 4 per cent in 2005 and 2006.

In Canada, further strong growth of final domestic demand is expected to contribute importantly to economic growth this year and next (Table 1). Business investment is expected to increase substantially as a result of continued global economic expansion and the associated high level of commodity prices, favourable financial conditions, and ongoing reductions in the prices of imported machinery and equipment. Further gains in real incomes should contribute to solid growth in consumer spending. However, given rapid increases in recent years, housing investment is not expected to contribute further to growth in domestic demand.

This outlook assumes that spending by all levels of government will increase broadly in line with revenues, as governments continue to strive to maintain fiscal balance.

While ongoing growth abroad implies further gains in demand for Canadian exports, these gains are expected to be more than offset by faster growth in imports. The past and recent appreciation of the Canadian dollar is expected to dampen export growth and to boost imports over the projection period. However, the contribution of net exports to GDP growth continues to be highly uncertain. Analyzing the evolution of Canada's international trade volumes in terms of the underlying fundamentals has been

Table 1 Contributions to Annual Real GDP Growth¹ Percentage points			
	2004	2005	2006
Consumption	1.9 (1.8)	2.0 (1.7)	1.9 (1.7)
Housing	0.4 (0.4)	0 (0)	0 (0)
Government	0.6 (0.6)	0.8 (0.7)	0.8 (0.8)
Business fixed investment	0.5 (0.6)	0.8 (0.8)	0.9 (0.9)
Subtotal: Final domestic demand	3.4 (3.4)	3.6 (3.2)	3.6 (3.4)
Exports	1.9 (3.0)	1.7 (2.0)	1.8 (1.7)
Imports	-2.4 (-2.8)	-2.5 (-2.5)	-2.1 (-1.9)
Subtotal: Net exports	-0.5 (0.2)	-0.8 (-0.5)	-0.3 (-0.2)
Inventories	-0.2 (-0.7)	0 (0.2)	0 (0)
GDP	2.7 (2.9)	2.8 (2.9)	3.3 (3.2)

1. Figures in parentheses are estimates used for the scenario in the October *Report*.

particularly difficult over the past two years, owing to the volatility of trade data, their susceptibility to revisions, and some puzzling developments in the context of major structural changes in the global economy.¹

The high level of oil prices assumed in the October *Report* was expected to have a small negative effect on Canadian aggregate demand in 2005, before the positive impact on capital spending and output by energy-producing companies became evident in 2006. With the lower oil-price scenario assumed in this *Update*, the adverse short-term effects on growth coming from the rise in oil and gas prices since late 2003 should be somewhat more muted.

The Bank's base-case projection calls for aggregate demand for Canadian goods and services to increase, on average over the projection period, just slightly faster than the 3 per cent estimated growth rate of potential output. Given the effects of the past and recent appreciation of the Canadian dollar, the Bank projects real GDP growth to average a little less than 3 per cent in 2005 and a little more than 3 per cent in 2006, with a somewhat larger drag from net exports than projected in the October *Report*, but stronger growth in domestic demand (Table 1). This growth scenario implies some increase in excess supply in 2005 and a return to production potential in the second half of 2006.

The Outlook for Inflation

The core rate of inflation is projected to average just above 1.5 per cent in the first half of 2005, before gradually rising to the 2 per cent target around the end of 2006 (Table 2).

1. *Monetary Policy Report*, October 2004, Box 3, p. 27

The projected slack in product and labour markets is expected to keep core inflation below longer-run expectations through 2005 and most of 2006. With the economy expected to move back to its production potential in the second half of 2006 and with inflation expectations remaining well anchored, the core rate should rise gradually to 2 per cent over the projection period. The past and recent appreciation of the Canadian dollar is also expected to exert a small amount of downward pressure on the core rate during this period.

The outlook for the 12-month rate of increase in the total CPI will continue to be importantly affected by developments in the market for crude oil. Based on the scenario embodied in oil price futures, total CPI inflation is expected to remain just above 2 per cent in the first half of 2005 and then to fall considerably in the second half of the year before rising towards the core rate of inflation through 2006.

Table 2
Projection for Core and Total CPI Inflation
Year-over-year percentage change*

	2005			2006	
	Q1	Q2	H2	H1	H2
Core inflation	1.7 (1.7)	1.6 (1.8)	1.7 (1.9)	1.8 (2.0)	1.9 (2.0)
Total CPI	2.4 (3.1)	2.0 (3.0)	1.5 (1.9)	1.7 (1.5)	1.8 (1.7)
WTI** (level)	47 (53)	47 (51)	45 (48)	43 (45)	42 (43)

* Figures in parentheses are from the October *Monetary Policy Report*.

** Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 21 January 2005

Copies of the *Monetary Policy Report* and the *Update* can be obtained by contacting the Bank at:

Telephone: (613) 782-8248; email: publications@bankofcanada.ca

Website: <http://www.bankofcanada.ca>

dollar canadien fasse légèrement pression à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence pendant cette période. Les perspectives concernant le taux d'accroissement sur 12 mois de l'IPC global seront influencées encore dans une large mesure par le comportement des cours du pétrole brut. Selon les prévisions implicites dérivées des cours à terme du pétrole, le rythme d'augmentation de l'IPC global devrait demeurer un peu au-dessus de 2 % au premier semestre de 2005, puis chuter au second semestre avant de remonter vers celui de l'indice de référence en 2006.

Les perspectives en matière d'inflation

estime que l'expansion du PIB réel sera en moyenne légèrement inférieure à 3 % en 2005 et quelque peu supérieure à ce taux en 2006, avec une contraction des exportations nettes légèrement plus prononcée que projeté au moment du *Rapport d'octobre*, et une progression de la demande intérieure plus soutenue (Tableau 1). Ce scénario de croissance suppose une augmentation de l'offre excédentaire en 2005 et un retour de la production à son plein potentiel au second semestre de 2006.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se situer en moyenne juste au-dessus de 1,5 % au premier semestre de 2005, puis remonter progressivement à la cible de 2 % vers la fin de 2006 (Tableau 2).

Les prévisions relatives aux capacités de production excédentaires et aux ressources inutilisées sur le marché du travail donnent à penser que l'inflation mesurée par l'indice de référence restera en deçà du taux attendu à long terme tout au long de 2005 et pendant la majeure partie de 2006. Comme l'économie devrait revenir à son plein potentiel au second semestre de l'an prochain et que les attentes d'inflation demeurent bien ancrées, la Banque estime que l'inflation mesurée par l'indice de référence augmentera progressivement pour atteindre 2 % à l'horizon projeté. Elle s'attend aussi à ce que l'appréciation passée et récente du

Tableau 2 Projections concernant l'inflation mesurée par l'indice de référence et l'IPC global Taux de variation sur quatre trimestres*					
	2006	1 ^{er} sem.	2 ^e sem.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.
Indice de référence	1,9 (2,0)	1,7 (2,0)	1,6 (1,9)	1,7 (1,8)	2,4 (3,1)
IPC global	1,8 (1,7)	1,7 (1,5)	1,5 (1,9)	2,0 (3,0)	4,7 (5,3)
WTI**	42 (43)	43 (45)	45 (48)	47 (51)	47 (53)

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés du *Rapport sur la politique monétaire* paru en octobre.

** Hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermédiaire (en \$ E.-U. le baril) fondée sur la moyenne des cours à terme pendant la période de deux semaines se terminant le 21 janvier 2005.

Pour recevoir des exemplaires du *Rapport sur la politique monétaire* ou des *Mises à jour*, veuillez communiquer avec nous :

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca
Site Web : <http://www.banqueducanada.ca>

incitait sur les dépenses d'investissement et la production des entreprises productrices d'énergie ne se manifeste en 2006. Comme les hypothèses relatives à ces cours sont révisées à la baisse dans la présente *Mise à jour*, l'effet modérateur à court terme sur la croissance provenant du renchérissement du pétrole et du gaz naturel depuis la fin de 2003 devrait être relativement plus limité.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que la demande globale de biens et de services canadiens augmentera en moyenne, à l'horizon projeté, un tout petit peu plus rapidement que la production potentielle, dont le taux de croissance est évalué à 3 %. Compte tenu des répercussions de l'appréciation passée et récente du dollar canadien, la Banque

Tableau 1
Contributions à la croissance annuelle du PIB réel¹

En points de pourcentage

	2006	2005	2004
Consommation	1,9	2,0	1,9
	(1,7)	(1,7)	(1,8)
Logement	0	0	0,4
	(0)	(0)	(0,4)
Administrations	0,8	0,8	0,6
publiques	(0,8)	(0,7)	(0,6)
Investissements fixes	0,9	0,8	0,5
	(0,9)	(0,8)	(0,6)
Total partiel : demande intérieure finale	3,6	3,6	3,4
	(3,4)	(3,2)	(3,4)
Exportations	1,8	1,7	1,9
	(1,7)	(2,0)	(3,0)
Importations	-2,1	-2,5	-2,4
	(-1,9)	(-2,5)	(-2,8)
Total partiel : exportations nettes	-0,3	-0,8	-0,5
	(-0,2)	(-0,5)	(0,2)
Stocks	0	0	-0,2
	(0)	(0,2)	(-0,7)
PIB	3,3	2,8	2,7
	(3,2)	(2,9)	(2,9)

1. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux estimations utilisées dans le scénario du *Rapport* d'octobre.

produits de base à de hauts niveaux, des conditions financières favorables ainsi que des réductions en cours des prix des machines et du matériel importés. On pense que de nouveaux gains au chapitre des revenus réels alimenteront une solide hausse des dépenses de consommation. Les investissements dans le logement ne devraient toutefois pas contribuer davantage à l'avance de la demande intérieure, compte tenu de la forte progression qu'ils ont affichée au cours des dernières années. Ce scénario suppose que les dépenses de tous les ordres de gouvernement augmenteront à peu près au même rythme que les recettes, les administrations publiques s'efforçant toujours de maintenir l'équilibre budgétaire.

L'expansion continue à l'étranger se traduira vraisemblablement par une hausse de la demande d'exportations canadiennes, mais celle-ci devrait être plus que contrebalancée par un essor des importations. On estime que l'appréciation passée et récente du dollar canadien limitera la croissance des exportations et stimulera les importations à l'horizon considéré. Cependant, une grande incertitude continue de planer sur les projections quant à la contribution des exportations nettes à l'expansion du PIB. L'analyse des facteurs fondamentaux déterminant l'évolution du volume des échanges extérieurs du Canada s'est révélée particulièrement difficile au cours des deux dernières années, en raison de la volatilité des données sur le commerce, des révisions auxquelles celles-ci sont sujettes et de l'évolution inusitée de ces échanges dans un contexte de changements structurels majeurs au sein de l'économie mondiale¹.

La Banque estime que le niveau élevé des cours du pétrole pris pour hypothèse dans sa livraison d'octobre du *Rapport* aurait de faibles répercussions négatives sur la demande globale au Canada en 2005, avant que son effet

1. *Rapport sur la politique monétaire*, octobre 2004, Note technique 3, page 28.

L'ajustement à l'évolution mondiale

Au premier semestre de 2004, l'expansion de l'économie mondiale a été à l'origine d'une relance étonnamment vigoureuse des exportations canadiennes. Résultat, malgré l'appréciation antérieure du dollar canadien, la production a augmenté considérablement de décembre 2003 à août 2004 dans un certain nombre de secteurs très ouverts au commerce international. Le volume des exportations canadiennes a diminué au troisième trimestre de 2004, et la production dans les secteurs fortement exposés à la concurrence internationale a quelque peu baissé en septembre et en octobre. La nouvelle appréciation qu'a enregistrée le dollar canadien depuis le milieu de 2004 et le léger tassement de la croissance de la demande mondiale pèseront sans doute plus lourdement sur ces secteurs en 2005.

De nouveaux signes témoignent plus clairement d'un ajustement des sociétés canadiennes à l'appréciation passée et récente du dollar. Selon la dernière enquête sur les perspectives des entreprises, menée par la Banque de la mi-novembre à la mi-décembre, la distinction entre les firmes défavorisées par cette appréciation et celles qui ne le sont pas est marquée. Alors que ces dernières affichent maintenant un plus grand optimisme quant à l'évolution des ventes, les premières — essentiellement des fabricants, des exportateurs et leurs fournisseurs — sont devenues nettement pessimistes.

Les résultats de cette enquête indiquent que beaucoup d'entreprises s'efforcent d'améliorer leur productivité et d'abaisser leurs coûts, en réaction non seulement à l'appréciation du dollar canadien, mais aussi à la concurrence accrue livrée par des fournisseurs asiatiques. Un nombre croissant choisissent de comprimer leurs coûts en augmentant leurs importations d'intrants et de produits finis d'Asie. Quelques-uns s'ajustent à l'appréciation en délaissant les produits

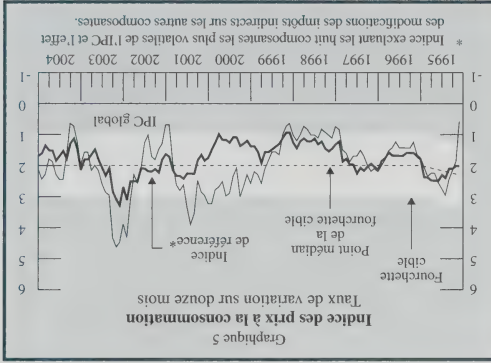
et marchés peu rentables pour se tourner vers ceux offrant de meilleures perspectives de profits. D'autres encore projettent d'accroître leurs investissements en machines et matériel. Contrairement à ce qui a été observé lors des enquêtes précédentes, ces dernières comprennent maintenant des firmes qui déclarent avoir été défavorisées par l'appréciation du dollar canadien.

Les perspectives économiques

Les cours mondiaux du pétrole ont baissé depuis la fin d'octobre. Le niveau actuel des cours à terme du pétrole donne à penser que le prix du baril de West Texas Intermedate (WTI) se situera en moyenne aux alentours de 47 dollars É.-U. au premier semestre de 2005, avant de redescendre à environ 42 dollars É.-U. dans la deuxième moitié de 2006 (Tableau 2). Ce scénario constitue une certaine révision à la baisse comparativement à celui envisagé dans le *Rapport* d'octobre, ce qui fait en sorte que les perspectives de croissance de l'économie mondiale reposent sur des bases un peu plus prometteuses.

L'appréciation de l'euro et du yen par rapport au dollar É.-U. entraînera un déplacement de la demande du Japon et de la zone euro vers la Chine ainsi que vers les États-Unis. Dans ce pays, le dynamisme des investissements des entreprises et la vigueur continue des dépenses de consommation, appuyées par les gains réalisés au chapitre de l'emploi, allèmenteront l'expansion économique, qui devrait, par conséquent, s'établir juste au-dessous de 4 % en 2005 et 2006.

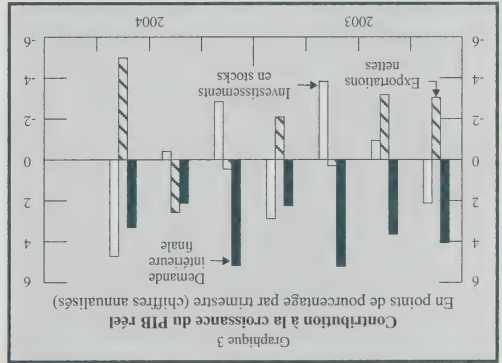
Au Canada, on s'attend à ce que la poursuite de la forte croissance de la demande intérieure finale contribue de façon importante à une expansion de l'économie cette année et l'an prochain (Tableau 1). Les investissements des entreprises devraient augmenter sensiblement sous l'effet de la vigueur soutenue de l'expansion économique à l'échelle mondiale, du maintien concomitant des cours des



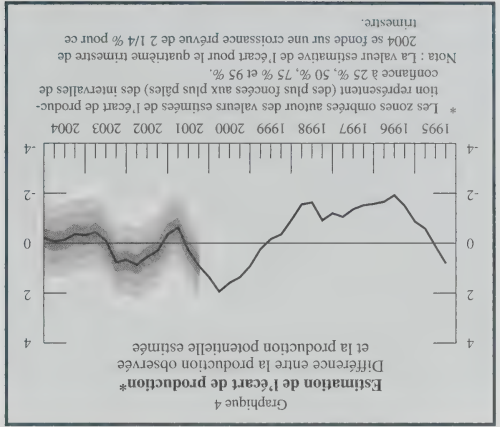
excédentaires plus appréciable. Par exemple, les augmentations salariales sont restées très modérées et l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est située en 2003, à l'inverse, d'autres indicateurs, tels que l'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles, semblent révéler l'existence de pressions plus grandes sur la capacité.

L'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée près de 1,5 % entre août et décembre (Graphique 5). La présence de capacités excédentaires modestes au sein de l'économie canadienne pendant la majeure partie de 2003 et les premiers mois de 2004 a contribué à maintenir l'inflation mesurée par l'indice de référence en deçà du taux attendu à long terme. Le fléchissement des prix d'un bon nombre de biens à forte teneur en importations, attribuable en partie à l'appréciation du dollar canadien, a aussi continué de tirer vers le bas l'inflation mesurée par l'indice de référence au second semestre de 2004.

Parallèlement, la progression sur 12 mois de l'IPC global s'est établie à un peu plus de 2 % en moyenne, sous l'effet surtout d'une importante majoration des prix de détail de l'essence et du mazout par rapport aux niveaux où ils se situaient un an auparavant.



Bien que les estimations de l'écart de production soient toutes empreintes d'une grande incertitude, la Banque juge néanmoins que l'économie fonctionne quelque peu en deçà des limites de sa capacité, ce qui concorde avec la mesure économétrique de l'écart de production qu'elle utilise habituellement (Graphique 4). En outre, cette évaluation cadre globalement avec les réponses données par les firmes à la question concernant les pressions sur la capacité, lors de la plus récente *Enquête sur les perspectives des entreprises* menée par la Banque. Certains indicateurs laissent toutefois entrevoir une marge de capacités



La politique monétaire et les variations du taux de change

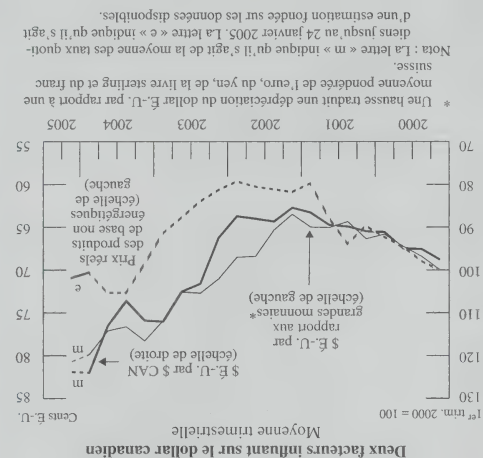
Au cours des deux dernières années, le dollar canadien s'est apprécié d'environ 25 % par rapport au dollar E.-U., passant d'une moyenne de 65 cents E.-U. en janvier 2003 à une moyenne de 82 cents E.-U. en janvier 2005.

Il est important de comprendre les causes des fluctuations du cours de la monnaie, car les implications de telles fluctuations pour l'économie de notre pays dépendent essentiellement de leur origine; par conséquent, la politique monétaire peut devoir réagir aux mouvements du taux de change de façon différente selon leur cause. Pour les autorités monétaires, ces causes se répartissent en deux catégories : celles qui découlent d'une variation de la demande de biens et de services canadiens et celles qui n'en découlent pas. Les événements survenus au cours des deux dernières années illustrent bien ces deux catégories de forces.

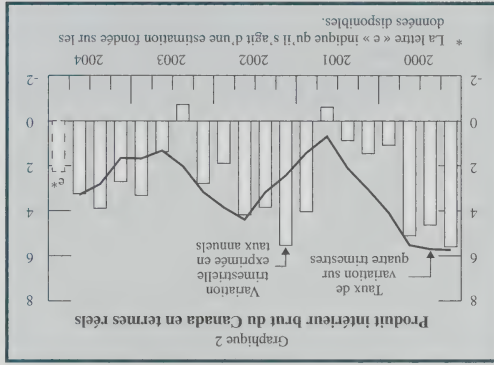
Au titre de la première catégorie, mentionnons l'intensification de la reprise économique mondiale, qui a provoqué un renchérissement substantiel des produits de base et une forte demande étrangère de produits canadiens, en particulier de matières premières, faisant directement augmenter la demande globale au Canada. L'appréciation connexe du dollar canadien a atténué cet accroissement de la demande globale et facilité l'ajustement de notre économie en encourageant un déplacement de l'activité vers le secteur de l'exportation de produits de base. Si cet effet modérateur sur la demande globale devait contrebalancer entièrement la hausse directe de la demande, la politique monétaire n'aurait pas à réagir.

La deuxième catégorie de forces, qui n'est aucunement liée à la demande de biens et de services canadiens, concerne l'affaiblissement généralisé du dollar E.-U. par rapport à la plupart des grandes monnaies flottantes. Cet affaiblissement s'explique par une pénurie en partie au déficit budgétaire croissant du pays — et par une épargne excédentaire ailleurs dans le monde, principalement en Asie.

L'appréciation connexe du dollar canadien contribue à réduire la demande étrangère de produits canadiens. Toutes choses égales par ailleurs, la politique monétaire doit alors adopter une orientation plus expansionniste qu'il n'aurait fallu autrement.



L'une des difficultés importantes auxquelles les autorités monétaires du Canada ont dû faire face au cours des deux dernières années a été de déterminer l'influence relative de ces deux grandes forces sur le dollar canadien et leur incidence nette sur la demande globale au pays. Au début de la période, les deux forces étaient à l'œuvre, mais le raffermissement de la demande mondiale et le renchérissement des produits de base paraissaient donner au dollar l'essentiel de sa vigueur. Ces derniers mois, cependant, la dépréciation du billet vert semble être devenue le facteur prédominant, en particulier dans le contexte d'une stabilité générale des prix des produits de base.

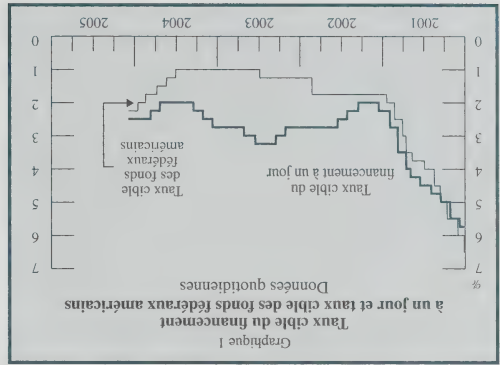


Le PIB réel du Canada a progressé à un rythme annuel de 3,2 % au troisième trimestre de 2004 (Graphique 2), sous l'impulsion d'une hausse de la demande intérieure finale (Graphique 3). Les exportations, cependant, ont été beaucoup plus faibles qu'on ne l'avait escompté, ce qui a contribué à une accumulation des stocks plus importante que prévu. L'expansion économique devrait s'être ralentie aux alentours de 2 1/4 % au quatrième trimestre de 2004, les entreprises ayant commencé à corriger cette accumulation.

On estime donc que la croissance au second semestre de 2004 avoisinait 2 3/4 %, soit un niveau un peu moindre que celui projeté dans le *Rapport d'octobre*. Ce taux est aussi légèrement inférieur à l'évaluation que fait la Banque du rythme de progression de la production potentielle.

L'évolution économique récente

Les incertitudes entourant les perspectives de l'économie canadienne demeurent associées aux ajustements qui s'opèrent en raison de changements à l'échelle mondiale, dont les variations du taux de change. Il est capital d'établir les causes de ces variations, car, selon leur nature, elles peuvent avoir des implications différentes pour la demande globale et, par conséquent pour la politique monétaire (voir l'encadré de la page 3).



À la lumière de ce nouveau scénario, l'atténuation du degré de détente monétaire se au cours de la période de projection se fera vraisemblablement à un rythme plus lent qu'on ne l'envisageait en octobre dernier. Dans ce contexte, la Banque a décidé de laisser inchangé le taux cible du financement à un jour en décembre et en janvier (Graphique 1).

Ces prévisions sont entachées de risques, aussi bien à la hausse qu'à la baisse, et d'incertitudes. Si les risques à court terme planant sur les perspectives économiques à l'échelle du globe se sont atténués, il subsiste des risques à moyen terme appréciables liés à l'évolution des prix du pétrole, au rythme de l'expansion en Chine, à la façon dont les déséquilibres des paiements courants seront corrigés aux États-Unis et en Asie de l'Est, et au climat géopolitique.

Compte tenu en grande partie de l'effet modérateur de cette récente appréciation du dollar sur la demande globale, la Banque estime que l'économie canadienne fonctionnera en 2005 un peu plus en deçà de son potentiel qu'elle ne l'entrevoyait en octobre. Pour 2006, la Banque s'attend à ce que l'expansion s'accélère et dépasse légèrement 3 %, ce qui permettra à l'économie de tourner de nouveau à plein régime au second semestre de l'année et à l'inflation mesurée par l'indice de référence de rejoindre la cible de 2 % vers la fin de l'an prochain.

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

MISE À JOUR

— janvier 2005 —

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondée sur l'information reçue au 25 janvier 2005.

Les perspectives de l'économie canadienne continuent d'être façonnées par l'ajustement de cette dernière aux principaux changements en cours sur la scène mondiale, notamment la solide croissance de l'activité à l'échelle internationale, le réalignement des devises, y compris le dollar canadien; les variations des cours du pétrole brut et des produits de base non énergétiques ainsi que la montée en puissance de la Chine et de l'Inde. La politique monétaire menée au Canada facilite ce processus d'adaptation en visant à maintenir l'inflation au taux cible de 2 % et à faire tourner l'économie

près des limites de sa capacité.

Les perspectives à court terme de l'économie mondiale se sont un peu tassées par rapport à ce que la Banque entrevoyait dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*; en revanche, on note maintenant un regain de confiance dans la vigueur de l'économie américaine en 2005. Au Canada, l'expansion devrait avoir été un peu moins rapide au quatrième trimestre de 2004 qu'on ne s'y attendait en octobre, en partie parce que l'ajustement à l'appréciation passée du dollar canadien a été légèrement plus marqué que prévu. En outre, depuis la parution du dernier *Rapport*, notre

Faits saillants

- La Banque estime que l'économie canadienne fonctionnera en 2005 un peu plus en deçà de son potentiel qu'elle ne l'entrevoyait au moment de la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*.
- L'atténuation du degré de détente monétaire au cours de la période de projection se fera vraisemblablement à un rythme plus lent qu'on ne l'envisageait en octobre dernier.
- La Banque s'attend à ce que l'expansion s'accélère et dépasse légèrement 3 % en 2006.
- Comme l'économie devrait tourner de nouveau à plein régime au second semestre de 2006, on prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence rejoindra la cible de 2 % vers la fin de 2006.
- Ces prévisions sont entachées de risques, aussi bien à la hausse qu'à la baisse, qui restent liés à l'ajustement de notre économie à l'évolution mondiale.

MONETARY POLICY REPORT

UPDATE

– July 2005 –



*This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada.
It presents the Bank's updated outlook based on information
received up to 11 July 2005.*

Introduction

The update on global and Canadian economic developments presented in this *Report* highlights three issues. First, the balance of information on capacity pressures indicates that the Canadian economy is operating close to its production limits. Second, over the past several months, further progress has been made across sectors of the Canadian economy in adjusting to global developments. Third, while the risks to the outlook through 2006 appear balanced, the medium-term risks related to global imbalances are increasing.

On the whole, the Bank's outlook for output and inflation in Canada through to the end of 2006 is little changed from the scenario outlined in the April *Monetary Policy Report*.

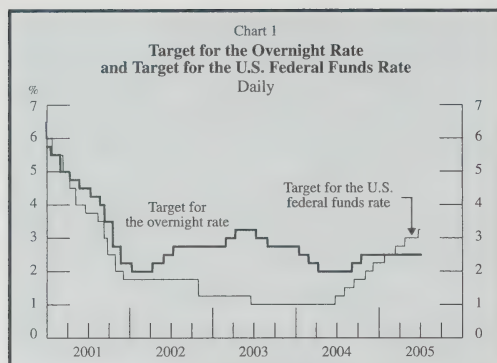
The global economy has been unfolding broadly as expected, and prospects remain favourable for growth of about 4 per cent this year and next. However, growth has been less balanced than expected across economic zones, with the momentum stronger in Asia but weaker in Europe.

In Canada, strong growth in final domestic demand continues to offset the drag from net exports. The Bank's base-case projection calls for growth of real GDP to be

2.7 per cent in 2005 and to rise to 3.3 per cent in 2006. The Canadian economy is thus expected to remain near its production capacity through the period, and inflation is projected to return to 2 per cent by the end of next year.

Highlights

- The economy is operating close to its production capacity.
- The Bank's outlook is little changed from the April *Monetary Policy Report*, with growth projected to be 2.7 per cent in 2005 and 3.3 per cent in 2006.
- With the economy thus projected to continue to operate near its production capacity, inflation is expected to return to 2 per cent by the end of next year.
- In line with this outlook, some reduction of monetary stimulus will be required in the near term.
- Risks to the outlook through 2006 appear balanced, but over the medium term, risks related to global imbalances are increasing.



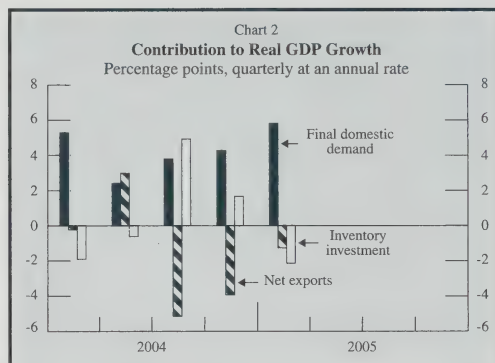
To support aggregate demand, the Bank has held the target for the overnight rate unchanged at 2 1/2 per cent since October 2004 (Chart 1). However, in line with the Bank's outlook, some reduction in the amount of monetary stimulus will be required in the near term to keep aggregate demand and supply in balance and inflation on target.

Risks to the outlook over the next four to six quarters relate primarily to the future path of oil and non-energy commodity prices, the pace of growth in China, and the ongoing adjustment of the Canadian economy to global developments. These risks appear balanced.

Over the medium term, there is increasing risk that the correction of global current account imbalances could involve a period of weakness in world aggregate demand. Medium-term risks will be more fully addressed in the October *Monetary Policy Report*, when the Bank's projection horizon is extended to include 2007.

Overview of Recent Economic and Financial Developments

Canada's real GDP rose at an annual rate of 2.3 per cent in the first quarter of 2005, very close to the 2.5 per cent rate expected at the time of the April *Report*. However, at 5.8 per cent, the expansion of final domestic



demand was stronger than anticipated in the April *Report*, while reductions in both net exports and inventory investment weighed more negatively on growth than expected (Chart 2).

There is further evidence that the Canadian economy is continuing to adjust to global developments. The strong gains in final domestic demand generated further solid output growth in sectors with a low exposure to foreign competition. In contrast, since the end of 2004, there has been a small reduction in the overall level of activity in non-commodity-producing industries highly exposed to international competition.

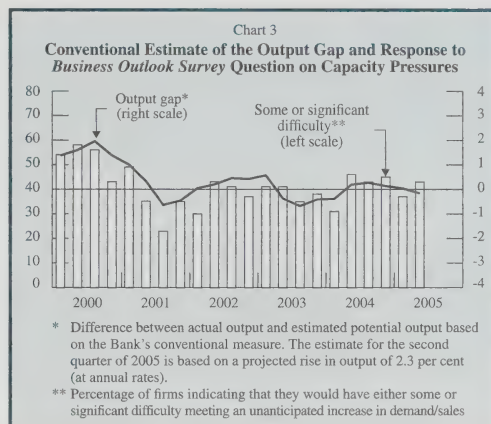
While production also declined in commodity-producing industries during the first quarter, this largely reflected temporary production disruptions at an oil sands facility, the impact of adverse weather conditions on oil and gas drilling, and reduced foreign demand for lumber. These industries staged a partial recovery in April.

The results from the Bank's summer *Business Outlook Survey* also show that the Canadian economy is adjusting to global developments. For example, capital spending is expected to increase particularly strongly in commodity-producing industries and in many areas of the services sector. The *Survey* also suggests that employment

growth will continue to be concentrated in service and commodity-producing industries.

Based on available information, it appears that the Canadian economy grew by about 2.3 per cent in the second quarter. Current indicators suggest that final domestic demand continued to rise solidly. Moreover, several developments point to the prospect of a pickup in the pace of activity in the second half of the year. A further decrease in the rate of inventory accumulation in the second quarter should leave inventory levels and sales better aligned. Momentum appears to be building in capital spending, and employment growth has picked up.

The Bank's conventional estimate of the output gap indicates that the economy was operating with a slight amount of excess



supply in the second quarter of 2005 (Chart 3). Based on its assessment of all indicators, it is the Governing Council's

Pressures on Capacity

The Bank's conventional measure of potential output was revised down slightly from the estimate used in the *April Report*, reflecting the downward revision to Statistics Canada's estimates of real GDP over the period from 2002 to mid-2004. With GDP growth in the last three quarters of 2004 revised upwards, however, the level of real GDP at the end of 2004 was left unchanged. Consequently, the Bank's conventional measure of the output gap suggests that the economy was operating at its capacity limits in the first quarter of 2005, instead of very slightly below its production capacity as projected in the last *Report*. With economic growth likely to have been 2.3 per cent in the second quarter, a slight amount of economic slack is expected to have emerged by mid-2005.

Statistics Canada's measure of capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector¹ suggests greater pressure on production capacity than the Bank's conventional estimate of the output gap.

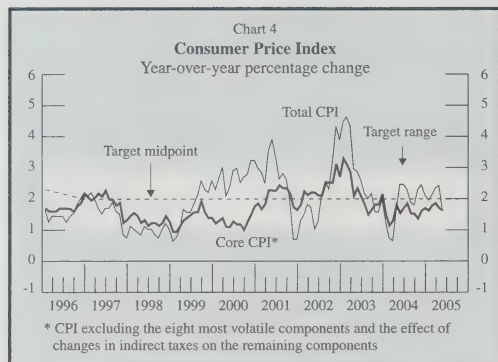
Other indicators, however, point to less pressure. For instance, wage increases have remained quite moderate, and core inflation, on average, has been below 2 per cent since mid-2003.

Similarly, the proportion of companies reporting labour shortages in the summer *Business Outlook Survey* remained lower than average, while the percentage of firms reporting difficulties meeting an unanticipated increase in demand was slightly higher than average.

Capacity constraints are felt most strongly in the construction and commodity-producing sectors, as well as in transportation services.

Evaluating the level and growth of potential output is complicated by the sectoral shifts associated with the adjustment of the Canadian economy to higher commodity prices and the appreciation of the Canadian dollar.

1. While that measure has been revised upwards, the revision chiefly reflected a change in Statistics Canada's methodology for estimating potential output in the oil and gas extraction industry.



judgment that the economy was operating with slightly more excess supply at mid-year than the conventional measure suggests, but was still close to its capacity limits. (See box on page 3.)

The 12-month rate of increase in the consumer price index has continued to exhibit considerable volatility, rising to 2.4 per cent in April and falling to 1.6 per cent in May (Chart 4). This is largely due to fluctuations in gasoline prices.

In contrast, the core rate of inflation has remained relatively stable, fluctuating in a range between 1.6 and 1.9 per cent since the beginning of the year.

Since late May, world oil prices have strengthened further. Current oil futures contracts indicate that the West Texas Intermediate (WTI) price of oil will average around US\$60 per barrel over the projection period. This scenario for oil prices is somewhat higher than that used in the last *Report*, especially for 2006.

The External Environment

On balance, the global economy has been unfolding largely as expected at the time of the *April Report*, with prospects for growth essentially unchanged at about 4 per cent in both 2005 and 2006.

U.S. real GDP grew by 3.8 per cent at annual rates in the first quarter of 2005, in line

with expectations. Monthly indicators for the second quarter point to solid growth in domestic demand. As a result, the base-case outlook for U.S. economic growth in 2005 is essentially the same as in the *April Report*, which called for robust growth in 2005. Output growth is projected to remain strong in the United States in 2006. The projection assumes a gradual slowing in household spending and a rise in net exports.

Growth has been less balanced than anticipated across other economic zones, with momentum stronger than expected in Asia but weaker in Europe. In this regard, growth in China's real GDP has remained very strong, and the first-quarter rebound in Japan's real GDP was larger than expected. In contrast, in the euro area, evidence suggests slightly slower growth than that incorporated in the *April Report*.

Financial Conditions

The Canadian dollar has traded in a range of about 79 to 83 cents U.S. since the time of the *April Report*, as it has since the beginning of the year. However, with the U.S. dollar appreciating against other major currencies, the Canadian dollar has risen modestly on a trade-weighted basis.

Yields on short-term government bonds in Canada have remained relatively stable since the *April Report*, while comparable yields in the United States have moved somewhat higher, reflecting actual and anticipated increases in the federal funds rate.

Long-term government bond yields in both countries have fallen by between 20 and 30 basis points. This decline has been part of a global phenomenon, with longer-term yields in most industrial countries at very low levels. While this may partly reflect several technical factors, the low yields would be consistent with strong desired global savings relative to business investment. Risk premiums on corporate bonds are also very low.

Domestic Economic Prospects

In Canada, solid growth in final domestic demand is expected to continue to contribute importantly to economic activity over the remainder of this year and through 2006 (Table 1). Various factors suggest further substantial gains in business investment. These include the high rate of capacity utilization in a number of industries, the global economic expansion and the associated relatively high level of commodity prices, continued favourable financial conditions, buoyant profit levels, and earlier reductions in the prices of imported machinery and equipment.

Following a strong advance in the first quarter of 2005, consumer spending is expected to rise solidly over the projection period. This reflects further gains in real incomes, the continued effects of past monetary stimulus, and a relatively high level of consumer confidence. In contrast, investment in housing is expected to be little changed, on balance, over this period. The current outlook incorporates somewhat higher growth in government spending than in the *April Report*. Nevertheless, expenditures by all levels of government are still projected to rise broadly in line with revenues, as governments continue to strive to maintain fiscal balance.

Ongoing solid global economic growth, particularly in the United States, is expected to boost the demand for Canadian exports, while imports will be bolstered by strong investment in machinery and equipment. The earlier appreciation of the Canadian dollar is expected to continue to dampen Canada's export growth and to stimulate imports, but this effect should lessen considerably next year. The negative contribution of net exports to real GDP growth appears to have peaked and is expected to fall to zero in 2006 (Table 1).

The Bank's base-case projection calls for economic growth, on an average annual basis, to be 2.7 per cent in 2005 and to rise to

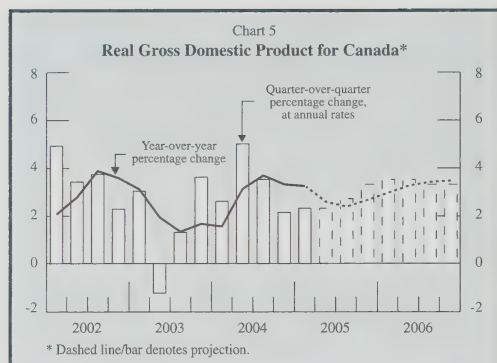
	2004	2005	2006
Consumption	1.9 (1.9)	2.2 (2.0)	1.8 (1.9)
Housing	0.5 (0.5)	0.2 (0.1)	-0.2 (-0.1)
Government	0.6 (0.6)	0.8 (0.7)	1.0 (0.9)
Business fixed investment	0.7 (0.7)	0.9 (1.0)	0.8 (0.8)
Subtotal: Final domestic demand	3.7 (3.7)	4.1 (3.8)	3.4 (3.5)
Exports	1.9 (1.9)	1.4 (0.9)	2.2 (2.2)
Imports	-2.7 (-2.7)	-2.8 (-2.0)	-2.2 (-2.4)
Subtotal: Net exports	-0.8 (-0.8)	-1.4 (-1.1)	0 (-0.2)
Inventories	0 (-0.1)	0 (-0.1)	-0.1 (0)
GDP	2.9 (2.8)	2.7 (2.6)	3.3 (3.3)

1. Figures in parentheses are estimates used for the scenario in the *April Report*.

3.3 per cent in 2006. This outlook for both 2005 and 2006 is essentially the same as in the *April Report*.

The Bank projects that real GDP growth will increase to about 3 per cent, on average, in the second half of 2005 and 3.4 per cent over the four quarters of 2006 (Chart 5, Table 2). Based on an assumed rate of growth of potential output of 3 per cent, this outlook implies that the economy will be operating at capacity in the second half of 2006.

Labour productivity in the first quarter of 2005 was up 1 per cent from its year-earlier level, following two years of surprisingly low growth. While the rebound is encouraging, productivity growth remains below the Bank's assumption for trend growth in productivity of 1 3/4 per cent.



The Bank will continue to assess productivity developments for indications of growth in potential output.

The Outlook for Inflation

The factors governing the outlook for inflation are the same as those described in the *April Report*.

The core rate of inflation is expected to remain close to 1.7 per cent over the remainder of this year. With the economy projected to operate near its full production capacity, and with inflation expectations remaining well anchored, the core rate is projected to rise gradually to 2 per cent by the end of next year (Table 2).

The outlook for the 12-month rate of increase in the total CPI will continue to be importantly affected by developments in the market for crude oil. Based on an average of recent oil-price futures, total CPI inflation is expected to move up to about 2.5 per cent in late 2005. By the end of 2006, total CPI inflation is expected to have moved back down to the target rate of 2 per cent.

Table 2
Projection Summary*

	2005			2006	
	Q2	Q3	Q4	H1	H2
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change)	2.3 (2.5)	2.7 (2.7)	3.3 (3.3)	3.5 (3.5)	3.3 (3.4)
Real GDP (year-over-year percentage change)	2.6 (2.4)	2.4 (2.4)	2.6 (2.7)	3.1 (3.1)	3.4 (3.4)
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 (1.6)	1.7 (1.7)	1.7 (1.7)	1.8 (1.8)	1.9 (1.9)
Total CPI (year-over-year percentage change)	1.9 (2.1)	2.2 (2.3)	2.4 (2.3)	2.5 (2.2)	2.0 (1.8)
WTI** (level)	53 (56)	60 (57)	61 (57)	61 (56)	60 (54)

* Figures in parentheses are from the *April Monetary Policy Report*.

** Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 7 July 2005

Copies of the *Monetary Policy Report* and the *Update* can be obtained by contacting the Bank at:

Telephone: (613) 782-8248; email: publications@bankofcanada.ca
Website: <http://www.bankofcanada.ca>

Les perspectives en matière d'inflation

Les facteurs qui influent sur les perspectives en matière d'inflation sont les mêmes que ceux exposés dans le

Rapport d'avril.

Le rythme d'accroissement de l'indice de référence devrait se maintenir non loin de 1,7 % jusqu'à la fin de 2005. Comme on prévoit que l'économie tournera près de son plein potentiel, et puisque les attentes d'inflation demeurent bien ancrées, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait monter graduellement à 2 % d'ici la fin de 2006 (Tableau 2).

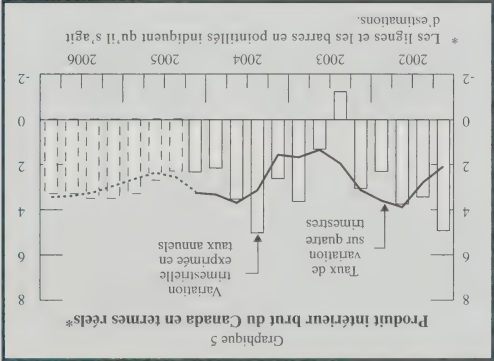
Le comportement des cours du pétrole brut continuera d'avoir une incidence importante sur le rythme d'augmentation sur douze mois de l'IPC global. Si l'on en juge par la moyenne des récents cours à terme du pétrole, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait monter à environ 2,5 % dans les derniers mois de 2005, avant de redescendre au taux cible de 2 % d'ici la fin de 2006.

Tableau 2 Résumé des projections*									
2005					2006				
	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e
PIB réel	2,3	2,7	3,3	3,5	3,3				
(Taux de variation trimestrielle)	(2,5)	(2,7)	(3,3)	(3,5)	(3,4)				
PIB réel	2,6	2,4	2,6	3,1	3,4				
(Taux de variation sur quatre trimestres)	(2,4)	(2,4)	(2,7)	(3,1)	(3,4)				
Indice de référence	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9				
(Taux de variation sur douze mois)	(1,6)	(1,7)	(1,7)	(1,8)	(1,9)				
IPC global	1,9	2,2	2,4	2,5	2,0				
(Taux de variation sur douze mois)	(2,1)	(2,3)	(2,3)	(2,2)	(1,8)				
WTI**	53	60	61	60	54				
(niveau)	(56)	(57)	(57)	(56)	(54)				

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés du Rapport sur la politique monétaire paru en avril.
 ** Hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en \$ E.-U. le baril) fondée sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines se terminant le 7 juillet 2005

Pour recevoir des exemplaires du Rapport sur la politique monétaire ou de la Mise à jour, veuillez communiquer avec nous :

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca
 Site Web : <http://www.banqueducanada.ca>



Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que le taux d'expansion annuel moyen de l'économie se situera à 2,7 % en 2005 et à 3,3 % en 2006, soit essentiellement les mêmes chiffres qu'étaient anticipés dans le *Rapport d'avril*. La Banque s'attend à ce que le taux d'augmentation du PIB réel se hisse à environ 3 % en moyenne au second semestre de 2006 (Graphique 5, Tableau 2). Cette projection, fondée sur la production potentielle, implique que l'économie tournera à plein régime au deuxième semestre de 2006.

Au premier trimestre de 2005, la productivité du travail a gagné un point de pourcentage par rapport au niveau où elle se situait un an auparavant, après s'être accrue d'une manière étonnamment modérée deux ans de suite. Malgré cette remontée encourageante, la croissance de la productivité reste inférieure au taux de progression tendancielle de 1 3/4 % retenu par la Banque. Cette dernière continuera d'examiner l'évolution de la productivité afin d'évaluer la croissance de la production potentielle.

Tableau 1
Contribution à la croissance annuelle du PIB réel¹
En points de pourcentage

	2004	2005	2006
Consommation	1,9	2,2	1,8
Logement	0,5	0,2	-0,2
Administrations publiques	0,6	0,8	1,0
Investissements fixes des entreprises	0,7	0,9	0,8
Total partiel : demande intérieure finale	3,7	4,1	3,4
Exportations	1,9	1,4	2,2
Importations	-2,7	-2,8	-2,2
Total partiel : exportations nettes	-0,8	-1,4	0
Stocks	0	0	-0,1
PIB	2,9	2,7	3,3

1. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux estimations utilisées dans le scénario du *Rapport d'avril*.

administrations gardant le cap sur l'équilibre budgétaire.

La poursuite du vif essor de l'activité à l'échelle du globe, et en particulier aux États-Unis, devrait stimuler la demande d'exportations canadiennes, tandis que la vigueur des investissements en machines et en matériel viendra soutenir les importations. L'appréciation passée du dollar canadien continuera probablement de brider les exportations et de dynamiser les importations du Canada, mais cet effet devrait s'estomper de beaucoup l'an prochain. La contribution des exportations nettes à la croissance du PIB réel semble avoir atteint son point culminant en zone négative et devrait se situer à zéro en 2006 (Tableau 1).

dans la plupart des pays industriels. Cette évolution résulte possiblement en partie de certains facteurs techniques, mais la faiblesse des rendements serait compatible avec un niveau élevé de l'épargne mondiale désirée par rapport aux investissements des entreprises. Les primes de risque sur les obligations de sociétés sont également très basses.

Les perspectives de l'économie canadienne

Au Canada, l'essor vigoureux de la demande intérieure finale devrait de nouveau concourir grandement à l'activité économique pendant le reste de l'année et tout au long de 2006 (Tableau 1). Divers facteurs permettent de penser que les investissements des entreprises continueront de s'accroître de façon substantielle. Parmi eux, mentionnons le haut taux d'utilisation des capacités dans un certain nombre de secteurs, l'expansion économique à l'échelle mondiale et le niveau relativement soutenu des prix des produits de base qui l'accompagne, le maintien de conditions financières favorables, la fermeté des bénéfices, et les réductions passées des prix des machines et du matériel importés.

Après avoir solidement progressé au premier trimestre de 2005, les dépenses de consommation devraient poursuivre sur cette lancée durant l'horizon projeté, à la faveur de gains supplémentaires au chapitre des revenus réels, des effets persistants de la dette monétaire passée et de la confiance relativement élevée des consommateurs. On estime cependant que les investissements dans le logement resteront sensiblement inchangés, dans l'ensemble, au cours de cette période. Les perspectives actuelles tiennent compte d'une croissance un peu plus accentuée des dépenses publiques qu'on ne l'envisageait dans le *Rapport* d'avril. On s'attend néanmoins toujours à ce que les dépenses de tous les ordres de gouvernement augmentent à peu près au même rythme que les recettes, les

deuxième trimestre annoncent une solide montée de la demande intérieure. Par conséquent, le scénario de référence concernant l'expansion de l'économie américaine en 2005 demeure pratiquement inchangé par rapport à celui présenté dans la livraison d'avril du *Rapport*, qui tablait sur un dynamisme soutenu cette année. La croissance de la production devrait demeurer vigoureuse aux États-Unis en 2006. Selon les projections, le rythme d'augmentation des dépenses des ménages ralentira graduellement et les exportations nettes s'accroîtront.

L'accélération de l'activité est moins équilibrée qu'on ne l'avait escompté parmi les autres régions économiques : elle est plus vive que prévu en Asie, mais plus faible en Europe. À cet égard, la hausse du PIB réel en Chine est restée très robuste, et le redressement du PIB réel japonais au premier trimestre a été supérieur aux attentes. Par contre, dans la zone euro, les données disponibles donnent à penser que le rythme d'expansion sera légèrement inférieur à celui avancé dans le *Rapport* d'avril.

Les conditions financières

Depuis la parution du *Rapport* d'avril, le dollar canadien s'est échangé à l'intérieur d'une fourchette de 79 à 83 cents F.-U. environ, comme cela a été le cas depuis le début de l'année. Cependant, le dollar américain s'étant apprécié par rapport aux autres grandes monnaies, le dollar canadien s'est légèrement raffermi sur la base d'une moyenne pondérée en fonction des échanges commerciaux. Les rendements des obligations d'État à court terme sont demeurés relativement stables au Canada depuis avril, alors que ceux des titres américains comparables ont quelque peu augmenté sous l'effet des majorations effectives et anticipées du taux des fonds fédéraux.

Les rendements des obligations d'État à long terme des deux pays ont chuté de 20 à 30 points de base. Ce repli s'inscrit dans une tendance mondiale qui a vu les taux longs s'établir à de très bas niveaux

La conjoncture extérieure

Dans l'ensemble, l'évolution de l'économie mondiale a été généralement conforme aux prévisions exposées dans le *Rapport* d'avril. Les perspectives demeurent essentiellement les mêmes et font encore état d'une croissance de quelque 4 % en 2005 et 2006.

Au premier trimestre de 2005, le PIB réel américain a progressé de 3,8 % en taux annuelisé, ce qui est conforme aux attentes. Les indicateurs mensuels du

fourchette de 1,6 à 1,9 % depuis le début

de l'année.

Les cours mondiaux du pétrole ont subi de nouvelles majorations depuis la fin de mai. Le niveau actuel des cours à terme du pétrole laisse entrevoir que le prix du baril de West Texas Intermedia (WTI) se situera en moyenne aux alentours de 60 dollars E.-U. pendant l'horizon projeté. Les prix du pétrole retenus dans ce scénario sont un peu plus élevés que ceux envisagés dans le dernier *Rapport*, surtout pour 2006.

Les pressions sur la capacité de l'économie

L'estimation de la production potentielle selon la mesure économétrique dont la Banque se sert habituellement a été revue légèrement à la baisse par rapport à celle utilisée dans la livraison d'avril du *Rapport*, par suite de la révision à la baisse des chiffres de Statistique Canada concernant le PIB réel pour la période de 2002 au milieu de 2004. Cependant, comme le taux de croissance du PIB a été révisé à la hausse pour les trois derniers trimestres de 2004, le niveau du PIB réel à la fin de la même année est resté inchangé. En conséquence, selon l'écart de production dérivé de la mesure usuelle de la Banque, l'économie tourne à plein régime au premier trimestre de 2005, et non tout juste en deçà de sa capacité, comme on l'estimait dans le dernier *Rapport*. La croissance économique s'étant vraisemblablement située à 2,3 % au deuxième trimestre, une faible marge de capacités inutilisées devrait être apparue vers le milieu de 2005.

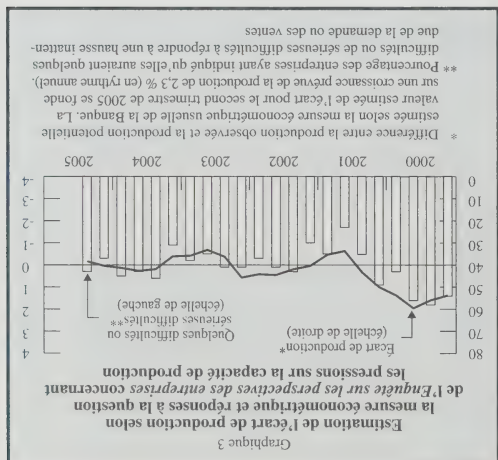
Le taux d'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles publié par Statistique Canada tend à indiquer que les pressions exercées sur la capacité de l'économie sont plus intenses que ne le laisse croire la mesure de l'écart de production communément utilisée par la Banque.

D'autres indicateurs témoignent toutefois de pressions moins intenses. Par exemple, les augmentations salariales restent assez modérées, et l'inflation mesurée par l'indice de référence se maintient en moyenne au-dessous de 2 % depuis le milieu de 2003. Parallèlement, la proportion des entreprises ayant signalé des pénuries de main-d'œuvre, lors de l'*Enquête sur les perspectives des entreprises* menée cet été, est demeurée inférieure à sa moyenne, alors que le pourcentage de celles ayant affirmé qu'elles auraient des difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande se situait tout juste au-dessus de sa moyenne.

Les contraintes de capacité se manifestent surtout dans les secteurs de la construction et des industries productrices de matières premières, de même que dans celui des services de transport.

L'évaluation du niveau et du taux de croissance de la production potentielle est compliquée par le déplacement de l'activité entre les secteurs qui résulte de l'ajustement de l'économie canadienne au renchérissement des produits de base et à l'appréciation du dollar canadien.

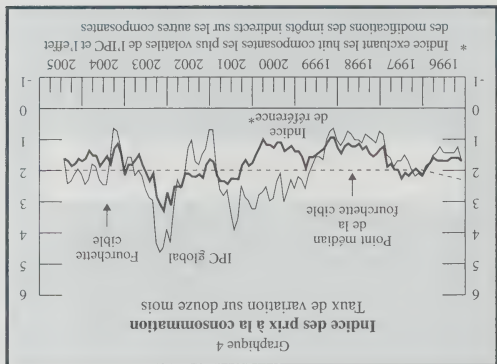
1. La révision à la hausse de cette mesure est attribuable principalement à un changement apporté par Statistique Canada à sa méthode d'estimation de la production potentielle dans le secteur de l'extraction pétrolière et gazière.



au milieu de l'année une offre excédentaire légèrement supérieure à ce que semblait révéler la mesure habituelle de la Banque, mais qu'elle fonctionnait toujours près des limites de sa capacité (voir l'Encadré de la page 4).

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'indice des prix à la consommation a continué d'afficher une grande volatilité, ayant grimpé à 2,4 % en avril puis glissé à 1,6 % en mai (Graphique 4). Cette situation est attribuable pour une bonne part aux fluctuations des prix de l'essence.

En revanche, l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée relativement stable, oscillant dans une



La production a aussi reculé dans les industries productrices de matières premières au premier trimestre, mais ce repli est attribuable surtout à des perturbations temporaires de la production dans une installation d'exploitation de sables bitumineux, aux répercussions du mauvais temps sur les activités de forage pétrolier et gazier, ainsi qu'à la baisse de la demande étrangère de bois d'œuvre. Ces secteurs se sont partiellement redressés en avril.

Les résultats de l'Enquête sur les perspectives des entreprises réalisées par la Banque cet été indiquent également que l'économie canadienne s'ajuste aux changements en cours sur la scène internationale. Par exemple, les dépenses d'investissement devraient connaître une augmentation particulièrement forte dans les industries productrices de matières premières et dans de nombreuses branches du secteur des services. Les résultats de l'Enquête donnent aussi à penser que la hausse de l'emploi restera concentrée dans les secteurs des services et des matières premières.

D'après les données disponibles, l'économie canadienne aurait cru d'environ 2,3 % au deuxième trimestre. Les indicateurs les plus récents tendent à montrer que le vif essor de la demande intérieure finale s'est poursuivi. Par ailleurs, plusieurs éléments permettent d'anticiper une possible accélération de l'activité au second semestre de l'année. Un nouveau ralentissement du rythme d'accumulation des stocks au deuxième trimestre devrait se traduire par une meilleure adéquation entre les niveaux des stocks et les ventes. Les dépenses d'investissement semblent progresser, et la croissance de l'emploi s'est intensifiée.

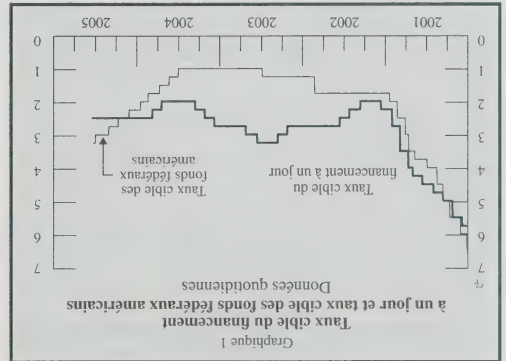
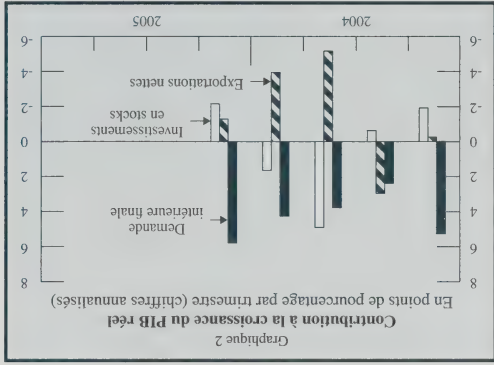
La mesure économétrique dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production indiquait la présence d'une faible marge de capacités excédentaires dans l'économie au deuxième trimestre de 2005 (Graphique 3). L'examen que fait le Conseil de direction de tous les indicateurs l'amène à conclure que l'économie affichait

Les risques à moyen terme seront traités plus en profondeur dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*, lorsque la période de projection de la Banque inclura 2007.

Vue d'ensemble de l'évolution économique et financière récente

Au Canada, le PIB réel a augmenté de 2,3 % en taux annualisé au premier trimestre de 2005, ce qui est très proche des 2,5 % prévus au moment de la publication du *Rapport* d'avril. Toutefois, à 5,8 %, l'expansion de la demande intérieure finale a été plus marquée qu'escamoté en avril, tandis que l'incidence négative de la diminution des exportations nettes et des investissements en stocks sur la croissance a été plus prononcée que projeté (Graphique 2).

D'autres signes montrent que l'économie canadienne continue de s'adapter aux changements en cours à l'échelle du globe. Grâce à la solide poussée de la demande intérieure finale, la production a de nouveau enregistré des gains substantiels dans les secteurs peu exposés à la concurrence étrangère. Par contre, depuis la fin de 2004, on constate une légère diminution du niveau global d'activité dans les industries non productrices de matières premières qui sont très ouvertes



Au Canada, la vive accélération de la demande intérieure finale compense toujours l'effet de la contraction des exportations nettes. Dans son scénario de référence, la Banque prévoit un taux d'expansion du PIB réel de 2,7 % en 2005 et de 3,3 % en 2006. Elle estime donc que l'économie canadienne continuera de tourner près de son plein potentiel tout au long de la période, et que l'inflation reviendra à 2 % d'ici la fin de l'an prochain. Afin de soutenir la demande globale, la Banque a laissé le taux cible du financement à un jour inchangé à 2 1/2 % depuis octobre 2004 (Graphique 1). Toutefois, à la lumière de sa projection, une certaine réduction du degré de détente monétaire sera requise dans un proche avenir afin de maintenir la demande et l'offre globales en équilibre et de garder l'inflation au taux visé.

Les risques qui entachent les perspectives des quatre à six prochains trimestres concernent principalement la trajectoire future des cours du pétrole et des produits de base non énergétiques, le rythme d'expansion en Chine et l'ajustement continu de l'économie canadienne aux changements qui s'opèrent sur la scène mondiale. Ces risques semblent équilibrés. À moyen terme, le risque que la correction des déséquilibres des balances courantes à l'échelle internationale puisse entraîner une période d'atonie de la demande globale dans le monde s'accroît.

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

MISE À JOUR

— juillet 2005 —

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondée sur l'information reçue au 11 juillet 2005.

qu'on ne l'avait anticipé d'une région économique à l'autre, l'essor étant plus marqué que prévu en Asie mais plus faible en Europe.

Faits saillants

- L'économie fonctionne près des limites de sa capacité de production.
- Les prévisions de la Banque ont peu changé par rapport à celles présentées dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*, avec une croissance projetée de 2,7 % en 2005 et de 3,3 % en 2006.
- Comme l'économie devrait ainsi continuer de tourner près de son plein potentiel, on estime que l'inflation reviendra à 2 % d'ici la fin de l'an prochain.
- À la lumière de cette projection, une certaine réduction du degré de détente monétaire sera requise dans un proche avenir.
- Les risques qui pèsent sur les perspectives d'ici la fin de 2006 semblent équilibrés, mais à moyen terme, les risques attribuables aux déséquilibres monétaires s'accroissent.

La mise à jour concernant l'évolution des économies mondiale et canadienne exposée dans le présent *Rapport* fait ressortir trois facteurs. Premièrement, les données relatives aux pressions s'exerçant sur l'appareil de production indiquent dans l'ensemble que l'économie canadienne fonctionne près des limites de sa capacité. Deuxièmement, de nouveaux progrès ont été accomplis ces derniers mois dans les divers secteurs économiques du pays sur le plan de l'ajustement aux changements en cours à l'échelle mondiale. Troisièmement, les risques qui pèsent sur les perspectives d'ici la fin de 2006 semblent équilibrés, mais à moyen terme, les risques attribuables aux déséquilibres monétaires s'accroissent.

Globalement, les prévisions de la Banque quant à la production et à l'inflation au Canada d'ici la fin de 2006 ont peu changé par rapport à celles présentées dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*.

L'évolution de l'économie mondiale est généralement conforme aux attentes, et les perspectives laissent encore présager une croissance de quelque 4 % cette année et l'an prochain. La progression de l'activité est toutefois moins équilibrée

MONETARY POLICY REPORT

UPDATE

– January 2006 –

*This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada.
It presents the Bank's updated outlook based on information
received up to 24 January 2006.*

Overview

The Canadian and global economies are evolving essentially in line with the Bank's expectations. The outlook for growth and inflation in Canada is similar to that in the October *Monetary Policy Report*.

Canada's real gross domestic product (GDP) is expected to have grown at an annual rate of about 3 per cent in the second half of 2005. The Canadian economy continues to adjust to global developments and to the associated changes in relative prices. Prices of energy commodities surged in the second half of 2005. The Canadian dollar has appreciated modestly against the U.S. dollar to a slightly higher range of 85 to 87 cents U.S.

Reflecting large swings in gasoline prices, total CPI inflation has been volatile, spiking above 3 per cent, as expected, but then reversing more quickly than anticipated. Core inflation has been quite stable at 1.6 per cent as expected.

While various indicators suggest different degrees of pressure, the Bank continues to judge that the economy is operating at its production capacity.

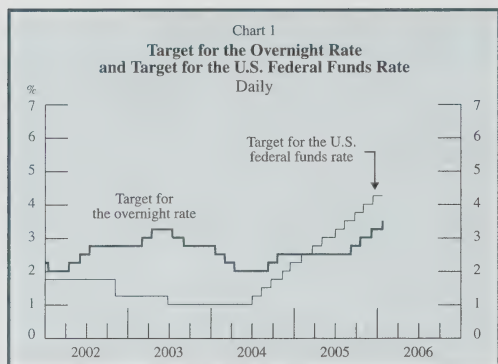
A solid rate of economic expansion is expected to continue in the United States and in the global economy more broadly. Against this backdrop, the Bank's base-case projection for Canada calls for strong

growth in domestic demand and further gains in exports. Nevertheless, net exports will likely exert a small drag on growth through 2006 and 2007. Annual GDP growth is expected to be 3.1 per cent this year and 2.9 per cent in 2007, keeping the economy close to its production capacity.

Total CPI inflation will continue to be affected by the prices of crude oil and natural gas. The Bank is projecting total inflation of about 2.5 per cent in the first half of

Highlights

- The Canadian economy is operating at its production capacity.
- The Bank continues to project that the Canadian economy will grow roughly in line with its production potential through 2007.
- CPI and core inflation should return to the 2 per cent target by the first half of 2007.
- Risks to the Bank's projection remain balanced for 2006 and tilted to the downside through 2007 and beyond.
- In line with the Bank's outlook, some modest further increase in the policy interest rate would be required.



2006, easing to 2 per cent by the first half of 2007. Core inflation should also return to 2 per cent by the first half of 2007, somewhat later than projected in the *October Report*, owing largely to more persistent downward pressure from import prices.

The risks to the base-case projection remain balanced for 2006 and tilted to the downside through 2007 and beyond.

The Bank raised its key policy interest rate by 25 basis points at each of the last four fixed announcement dates, bringing the target for the overnight rate to 3.5 per cent (Chart 1). In line with the Bank's base-case projection and the current assessment of risks, some modest further increase in the policy interest rate would be required to keep aggregate supply and demand in balance and inflation on target over the medium term.

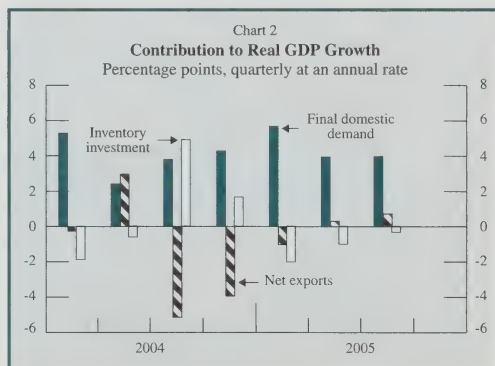
Recent Economic and Financial Developments

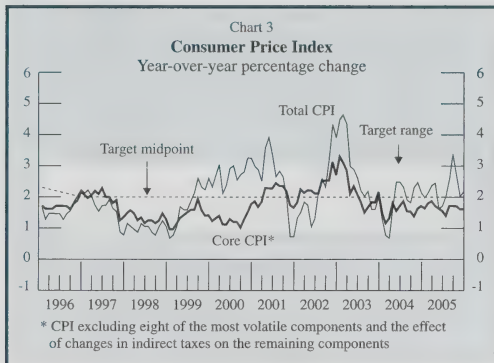
In 2005, the global economy continued to exhibit robust growth. In the United States, recent indicators suggest that real GDP growth was 3.6 per cent in 2005, just above the 3.5 per cent projected in the *October Report*. When combined with continued strong economic growth in China and some pickup in domestic demand in Japan, global GDP growth for 2005 is likely to have averaged just over 4 per cent.

In the second half of 2005, the Canadian economy continued to make significant adjustments to global developments and to the associated changes in relative prices. These include strong world economic growth, the high level of commodity prices, declining prices for many manufactured goods, and the appreciation of the Canadian dollar.

Particularly noteworthy was a substantial rise in Canada's terms of trade (the price of exports relative to the price of imports), chiefly reflecting the surge in the prices of energy commodities and products. On a year-over-year basis, the terms of trade were up 4.4 per cent in the third quarter of 2005, and recent indicators suggest that they continued to rise in the fourth quarter. As a result, real income increased more rapidly than real output (measured by real GDP). This showed up in gains in corporate profits, labour income, and government revenues, and in a surge in the equity values of energy and mining companies.

Continued strong growth in the global economy, combined with higher export prices, appears to have supported substantial gains in capital spending by businesses and in export volumes. While the pace of household consumption eased somewhat in the second half of 2005, it remained an important contributor to the considerable growth in domestic demand over the period (Chart 2).





Overall, Canada's real GDP is expected to have grown at an annual rate of about 3 per cent in the second half of 2005. This implies that the level of activity at year-end was close to that projected in the October Report.

The 12-month rate of increase in the total CPI continued to exhibit marked volatility in the last four months of 2005 (Chart 3). As expected, total CPI inflation spiked above 3 per cent in September with the temporary surge in gasoline prices that followed disruptions to U.S. production from hurricane damage. In the fourth quarter of 2005, total CPI inflation, at 2.3 per cent, was lower than expected in the October Report. This chiefly reflected a quicker-than-expected reversal of the earlier spike in gasoline prices caused by somewhat lower prices for crude oil and a faster return of profit margins to more normal levels.

In contrast, the core rate of inflation remained quite stable. Even as the economy appeared to be operating at its production capacity in the fourth quarter, the core CPI was up 1.6 per cent from a year earlier, unchanged from its rate in the previous two quarters. Decreases in the prices of many import-intensive goods continued to exert downward pressure on the core rate, reflecting the combined effect of declines in the world prices of many manufactured

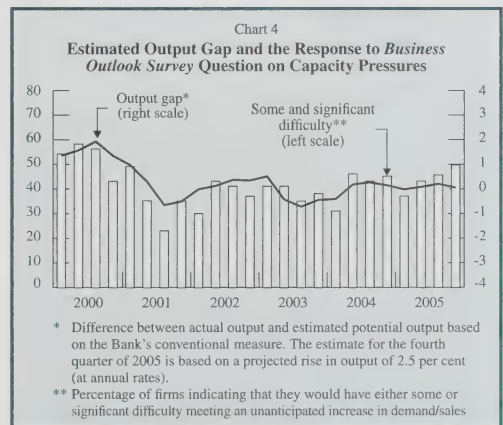
goods and the past appreciation of the Canadian dollar. There has been no evidence that higher energy prices have fed through broadly to core inflation.

The underlying rate of increase in wages appears to have moved up to a range between 3 1/2 and 4 per cent since mid-2005. Unit labour costs in the business sector in the third quarter of 2005 were 2.6 per cent higher than year-earlier levels.

Pressures on Capacity

Various indicators suggest somewhat different degrees of pressure on production capacity. Statistics Canada's measure of capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector continues to suggest marked pressure on production capacity. In the Bank's winter *Business Outlook Survey*, the percentage of firms reporting pressures on production capacity or labour shortages remained well above average. While capacity constraints are most apparent in Western Canada, a number of firms in the rest of the country report that they are more fully utilizing their existing capacity.

At the same time, the Bank's conventional measure of the output gap indicates that the economy was operating at its production capacity at the end of 2005 (Chart 4).



A number of labour market indicators suggest that the economy has been operating close to potential. In particular, increases in labour costs now appear to be more consistent with the economy being close to its production capacity than was the case at the time of the last *Report*.

The core rate of inflation points to less pressure on capacity. It has continued to stay below 2 per cent since the end of 2003.

It is the Governing Council's judgment, after reviewing all the indicators of capacity pressures, that the economy was operating at its production capacity at the end of 2005.

Financial Conditions

The Canadian dollar has appreciated modestly against the U.S. dollar since the October *Report* and has moved from the range of 84 to 86 cents U.S., which had been in place since September 2005, to a slightly higher range of 85 to 87 cents U.S. The Canadian dollar was essentially unchanged against most other major currencies over this period. Robust commodity prices continue to contribute to the strength of the Canadian dollar.

Financial conditions in Canada remain favourable. Yields on corporate bonds remain low, equity markets have improved over recent months, and market volatility is low.

The Economic Outlook

The Bank's base-case projection continues to incorporate the following key assumptions: energy prices consistent with current futures prices; a smooth and orderly resolution of global imbalances over the medium term, including a modest and gradual further real effective depreciation of the U.S. dollar; and a Canada/U.S. exchange rate in its current range of 85 to 87 cents U.S.

Growth in the global economy is expected to remain robust at just over 4 per cent in 2006 and about 4 per cent in 2007.

This reflects continued economic strength in Asia, a gradual pickup in Europe, and solid growth in the United States. The outlook for the U.S. economy is similar to that in the October *Report*. With post-hurricane rebuilding and the recovery in consumer confidence, real GDP growth is expected to be 3.6 and 3.1 per cent in 2006 and 2007, respectively.

Prices for both crude oil and natural gas have been quite volatile since mid-October. Futures prices suggest that oil will average just above US\$65 per barrel over the projection period and that natural gas prices will average close to US\$10 per MMBtu.

Real prices for non-energy commodities are expected to remain near current levels through 2006 and 2007. Together

Table 1 Contributions to Average Annual Real GDP Growth¹ Percentage points			
	2005	2006	2007
Consumption	2.2 (2.2)	1.7 (1.6)	1.6 (1.7)
Housing	0.2 (0.3)	-0.2 (-0.2)	0 (0)
Government	0.7 (0.7)	1.0 (1.0)	0.9 (0.9)
Business fixed investment	1.0 (0.9)	0.9 (0.8)	0.7 (0.6)
Subtotal: Final domestic demand	4.1 (4.1)	3.4 (3.2)	3.2 (3.2)
Exports	1.3 (1.3)	2.1 (2.1)	1.6 (1.6)
Imports	-2.6 (-2.7)	-2.4 (-2.3)	-1.9 (-1.8)
Subtotal: Net exports	-1.3 (-1.4)	-0.3 (-0.2)	-0.3 (-0.2)
Inventories	0.1 (0.1)	0 (-0.1)	0 (0)
GDP	2.9 (2.8)	3.1 (2.9)	2.9 (3.0)

1. Figures in parentheses are from the base case presented in the October *Report*.

with the assumptions for the prices of energy commodities, this implies that Canada's terms of trade will stay close to the high level reached in the second half of 2005.

Against this backdrop, the base-case projection for Canada calls for solid growth in final domestic demand to continue to contribute importantly to economic expansion through 2006 and 2007 (Table 1). In particular, business investment is projected to grow strongly, owing to a number of factors including the global economic expansion and expectations of persistently high commodity prices.

Following a substantial increase in 2005, consumer spending is also expected to rise solidly over the projection period. This would chiefly reflect relatively robust gains in real incomes. In contrast, investment in housing is expected to ease slightly, after strong increases in recent years.

Growth in spending on goods and services by all levels of government combined is assumed to be strong, with overall expenditures on goods, services, and transfers increasing broadly in line with revenues.

Exports are projected to rise further as a result of the continued expansion of the U.S. economy, while further marked gains in investment in machinery and equipment should continue to stimulate imports. Although the adjustment of net exports to the rise of the Canadian dollar through 2003 and 2004 seems to be well advanced, the subsequent strengthening of the Canadian exchange rate is expected to result in net exports exerting a modest drag on overall growth through 2006 and 2007.

The Bank's base-case projection calls for economic growth of 3.1 per cent in 2006 and 2.9 per cent in 2007, similar to that in the *October Report* (Chart 5, Table 2). Growth in potential output continues to be projected at 2.9 per cent in 2006 and 3.0 per cent in 2007.

This growth profile implies that the economy would be in slight excess demand in 2006, returning to its production capacity

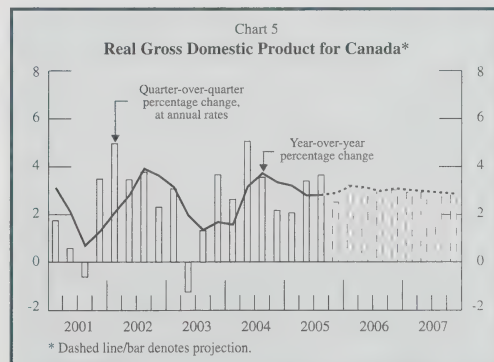
	2005	2006				2007	
	Q4	Q1	Q2	H2	H1	H2	
Real GDP (quarter-to-quarter percentage change at annual rates)	2.5 (2.7)	3.2 (2.9)	3.1 (2.9)	3.0 (2.9)	2.9 (3.0)	2.8 (3.0)	
Real GDP (year-over-year percentage change)	2.9 (2.8)	3.2 (2.9)	3.1 (2.9)	3.0 (2.9)	3.0 (2.9)	2.9 (3.0)	
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 (1.6)	1.7 (1.7)	1.8 (1.9)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.3 (2.9)	2.5 (2.8)	2.4 (2.8)	2.1 (2.0)	2.0 (1.9)	2.0 (1.9)	
WTI** (level)	60 (63)	65 (64)	66 (64)	67 (64)	67 (63)	67 (62)	

* Figures in parentheses are from the October *Monetary Policy Report*.

** Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 20 January 2006

by the end of 2007. In this base-case projection, two factors contribute to bringing aggregate supply and demand back into balance next year: the effect of higher short-term interest rates and a projected slowing of the U.S. economy.

With the economy pressing against its production capacity and with inflation expectations well anchored, the core rate of



inflation is projected to increase to 2 per cent by the first half of 2007. This is somewhat later than projected in the October *Report*, reflecting the impact on consumer prices of more persistent declines than previously anticipated in the Canadian-dollar prices of many manufactured goods.

The outlook for the 12-month rate of increase in the total CPI will continue to be importantly affected by developments in the markets for crude oil and natural gas. Total CPI inflation is expected to be about 2.5 per cent in the first half of 2006 before returning to the 2 per cent target by the first half of 2007.

Risks to the Base-Case Projection

Risks to the base-case projection for Canada still appear to be balanced for 2006, with both upside and downside risks to global economic growth.

Through 2007 and beyond, risks are tilted to the downside. Should the unwinding of global imbalances involve a slowdown in world economic activity, it would imply lower net export volumes, lower commodity prices, and less growth in business investment for Canada than in the base-case projection. If there were also a pronounced depreciation of the U.S. dollar against the Canadian dollar as part of a broader adjustment in currencies, then the negative impact on the demand for Canadian products would be greater.

In addition to these risks, there continue to be uncertainties about the overall assessment of capacity pressures and their effect on inflation, owing to the large sectoral and regional shifts under way in the Canadian economy. The Bank is monitoring this closely.

The *Monetary Policy Report* and the *Update* are available on the Bank's website at: <http://www.bankofcanada.ca>

Copies can also be obtained by contacting the Bank at:

Telephone: (613) 782-8248; email: publications@bankofcanada.ca

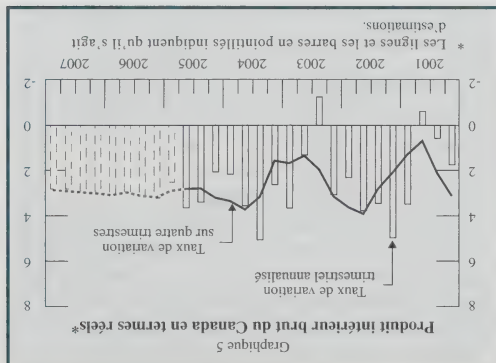
Outre ces risques, certaines incertitudes entourent encore l'évaluation générale des pressions sur la capacité de production et de leur incidence sur l'inflation, en raison des importants déplacements de l'activité qui se produisent en ce moment entre les divers secteurs et régions du pays. La Banque suit de près l'évolution de la situation.

Canada.

volume des exportations nettes, les prix des produits de base et le rythme de croissance des investissements des entreprises au pays seraient moins élevés qu'on ne le projette dans le scénario de référence. En outre, une dépréciation prononcée du dollar américain par rapport à son pendant canadien, dans le cadre d'un réalignement plus généralisé des devises, accentuerait les effets négatifs sur la demande des biens en provenance du

Le Rapport sur la politique monétaire et la Mise à jour sont publiés dans le site Web de la Banque à l'adresse www.banqueducanada.ca. Vous pouvez également vous en procurer des exemplaires en communiquant avec nous.

Téléphone : 613 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca.



d'intérêt à court terme et le ralentissement prévu de l'économie américaine.

plein potentiel et que les attentes d'inflation sont bien ancrées, on prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence atteindra 2 % d'ici le premier semestre de 2007. Ces bas niveaux de l'inflation

de 2007. Cet horizon est un peu plus étroit que celui auquel on s'attendait dans le dernier *Rapport*, ce qui s'explique par l'incidence, sur les prix à la consommation, d'une baisse plus persistante que prévue des prix en dollars canadiens de nombreux biens manufacturés.

Le taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global continuera de dépendre dans une large mesure de l'évolution des marchés du pétrole brut et du gaz naturel. Ce taux devrait avoisiner 2,5 % au premier semestre de 2006, puis redescendre à la cible de 2 % d'ici le premier semestre de 2007.

Les risques pesant sur le scénario de référence

Les risques qui pèsent sur le scénario de référence pour l'économie canadienne semblent toujours équilibrés pour 2006, des perspectives quant à la croissance de l'économie mondiale étant entachées de risques tant à la hausse qu'à la baisse. À partir de 2007, les risques à la baisse

devenaient prépondérants. Si la correction des déséquilibres mondiaux devait entraîner un ralentissement de l'activité économique à l'échelle internationale, le

Tableau 2
Résumé des projections*[illegible]

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés du *Rapport sur la politique monétaire* paru en octobre.

** Hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Inter-

immédiate (en \$ E.-U. le baril) fondée sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines se terminant le 20 janvier 2006

Le profil d'évolution implique que l'économie se trouverait en situation de demande légèrement excédentaire en 2006, et tournerait de nouveau à pleine capacité avant la fin de 2007. Dans ce scénario de référence, on suppose que deux facteurs contribueront à rétablir l'équilibre entre l'offre et la demande globales l'an prochain, soit l'effet de la montée des taux

et 2007.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que le taux d'expansion de l'économie se situera à 3,1 % en 2006 et à 2,9 % en 2007, soit des niveaux proches de ceux envisagés dans le *Rapport* d'octobre (Graphique 5, Tableau 2). La croissance de la production potentielle est toujours estimée à 2,9 % pour 2006 et à 3,0 % pour 2007.

compte tenu de l'appréciation subse-
quente du huard, à ce que ces dernières
treignent quelque peu la croissance en 2006

Tableau 1
Contribution à la croissance annuelle du PIB réel¹
En points de pourcentage

	2005	2006	2007
Consommation	2,2 (2,2)	1,7 (1,6)	1,6 (1,7)
Logement	0,2 (0,3)	-0,2 (-0,2)	0 (0)
Administrations	0,7 (0,7)	1,0 (1,0)	0,9 (0,9)
publiques	1,0 (0,9)	0,9 (0,8)	0,7 (0,6)
Investissements fixes	4,1 (4,1)	3,4 (3,2)	3,2 (3,2)
Total partiel : demande	1,3 (1,3)	2,1 (2,1)	1,6 (1,6)
Exportations	-2,6 (-2,7)	-2,4 (-2,3)	-1,9 (-1,8)
Importations	-1,3 (-1,4)	-0,3 (-0,2)	-0,3 (-0,2)
Total partiel : exportations nettes	0,1 (0,1)	0 (-0,1)	0 (0)
Stocks	2,9 (2,8)	3,1 (2,9)	2,9 (3,0)
PIB			

1. Les chiffres entre parenthèses proviennent du scénario de référence présenté dans le *Rapport* d'octobre.

dans le secteur du logement, par contre, devraient fléchir légèrement après avoir beaucoup progressé ces dernières années. La croissance des dépenses en biens et services de tous les ordres de gouvernement devrait être importante, les dépenses globales à ce chapitre et les transferts augmentant pratiquement au même rythme que les recettes.

Les exportations devraient grimper encore du fait de la poursuite de l'expansion de l'économie américaine, tandis que les nouveaux gains substantiels enregistrés au chapitre des dépenses d'investissements en machines et matériel continueront probablement de stimuler les importations. Même si le processus d'ajustement des exportations nettes à la montée du dollar canadien en 2003 et 2004 paraît très avancé, on s'attend,

se situer à un peu plus de 4 % en 2006 et à quelque 4 % en 2007, grâce au dynamisme soutenu de l'activité en Asie, à la reprise graduelle en Europe et à la solide croissance aux États-Unis. Les perspectives pour l'économie américaine sont analogues à celles dont faisait état le *Rapport* d'octobre. Compte tenu de l'effort de reconstruction consécutif au passage des ouragans et du regain de confiance des consommateurs, on s'attend à ce que le taux d'augmentation du PIB réel s'établisse à 3,6 % et à 3,1 % respectivement en 2006 et 2007.

Les prix du pétrole brut et du gaz naturel affichent une grande volatilité depuis la mi-octobre. D'après les cours des contrats à terme, le prix du baril de pétrole sera tout juste supérieur à 65 dollars E.-U. en moyenne pendant l'horizon de projection, et celui du gaz naturel restera en moyenne aux alentours de 10 dollars E.-U. le million de BTU.

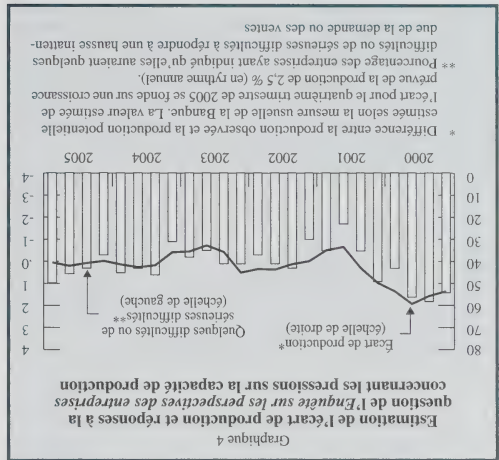
Les cours réels des produits de base non énergétiques devraient demeurer proches de leurs niveaux actuels tout au long de 2006 et de 2007. Combinée aux hypothèses retenues quant à la trajectoire des prix de l'énergie, cette prévision implique que les termes de l'échange du Canada se maintiendront près du niveau élevé atteint au second semestre de 2005. Dans ce contexte, la Banque estime, dans son scénario de référence pour le Canada, que la solide progression de la demande intérieure finale continuera de contribuer de façon importante à l'expansion économique en 2006 et 2007 (Tableau 1). Elle table en particulier sur un fort accroissement des investissements des entreprises, attribuable à un certain nombre de facteurs, dont l'essor de l'activité à l'échelle mondiale et les attentes quant à la persistance des prix élevés des produits de base.

Les dépenses de consommation, qui ont augmenté sensiblement en 2005, devraient poursuivre sur cette lancée durant l'horizon projeté, à la faveur surtout de la hausse relativement prononcée des revenus réels. Les investissements

Les pressions sur la capacité de l'économie

L'intensité des pressions s'exerçant sur la capacité de production varie quelque peu selon les indicateurs retenus. Le taux d'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles publié par Statistique Canada donne encore à penser que l'appareil de production est soumis à de fortes pressions. Selon les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises que la Banque a menée cet hiver, la proportion des firmes ayant signalé des pressions sur leur capacité de production ou des pénuries de main-d'œuvre est demeurée bien au-dessus de la moyenne. Les contraintes de capacité se font surtout sentir dans l'Ouest canadien. Ailleurs au pays, un certain nombre d'entreprises indiquent qu'elles utilisent plus pleinement leur capacité de production.

Parallèlement, l'écart de production dérivé de la mesure usuelle de la Banque révèle que l'économie fonctionnait à pleine capacité à la fin de 2005 (Graphique 4). Plusieurs indicateurs du marché du travail portent à croire que l'économie pourrait naître près des limites de sa capacité. Les hausses des coûts de main-d'œuvre, en particulier, semblent conforter davantage aujourd'hui qu'en octobre dernier l'opti-



Les perspectives économiques

La Banque continue de fonder son scénario de référence sur les principales hypothèses suivantes : une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours actuels des contrats à terme; une résorption progressive et ordonnée des déséquilibres mondiaux à moyenne échéance, accompagnée d'une nouvelle dépréciation modérée et graduelle du dollar américain en termes effectifs réels; et un cours du dollar canadien, par rapport au billet vert, qui se maintiendra dans la fourchette de 85 à 87 cents E.-U. observée actuellement.

Le rythme d'expansion de l'économie mondiale devrait demeurer vigoureux et

nion selon laquelle l'économie fonctionne à peu près à plein régime.

L'inflation mesurée par l'indice de référence témoigne de pressions moins intenses, et s'est maintenue au-dessous de 2 % depuis la fin de 2003.

Le Conseil de direction estime, après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur l'appareil de production, que l'économie tournait à pleine capacité à la fin de 2005.

Les conditions financières

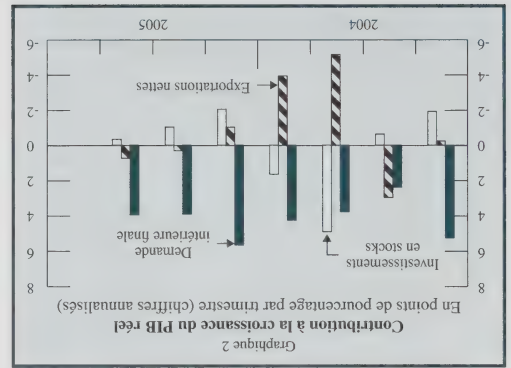
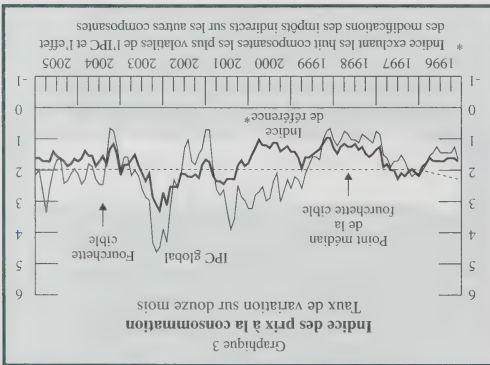
Le dollar canadien s'est apprécié légèrement vis-à-vis du dollar américain depuis la parution du numéro d'octobre du *Rapport*. Il évolue maintenant dans une fourchette de 85 à 87 cents E.-U., après avoir varié à l'intérieur d'une plage de 84 à 86 cents E.-U. à partir de septembre. Sa valeur n'a guère changé par rapport à celle de la plupart des autres grandes devises durant cette période. Le haut niveau des prix des produits de base contribue toujours à la vigueur de la monnaie canadienne.

Les conditions financières au pays restent favorables. Les rendements des obligations de sociétés sont toujours faibles, les marchés boursiers se sont amo-

Le taux d'augmentation sous-jacent des salaires semble avoir monté pour se maintenir dans une fourchette de 3 1/2 à 4 % depuis le milieu de 2005. Les coûts unitaires de main-d'œuvre dans le secteur des entreprises ont crû de 2,6 %, en glissement annuel, au troisième trimestre de 2005.

En revanche, l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée très stable. Même si l'économie semblait fonctionner à pleine capacité au quatrième trimestre, la progression sur douze mois de cet indice s'est établie à 1,6 %, soit le même niveau qu'aux deux trimestres précédents. La diminution des prix de nombreux biens à forte teneur en importations a continué de tirer vers le bas l'inflation mesurée par l'indice de référence, sous l'effet conjugué des baisses des cours mondiaux d'un grand nombre de biens manufacturés et de l'appréciation passagère du dollar canadien. Aucun signe ne laisse croire que le renchérissement de l'énergie s'est répercuté de manière sensible sur l'indice de référence.

quatrième trimestre de 2005, l'inflation mesurée par l'IPC global s'est chiffrée à 2,3 %, un taux inférieur à celui escompté dans le *Rapport* d'octobre. Cet écart tient principalement au fait que les prix de l'essence se sont repliés plus vivement que prévu après leur brusque poussée, à la faveur d'un léger recul des cours du pétrole brut et d'un retour rapide des marges bénéficiaires à des niveaux plus normaux.



Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global a continué d'afficher une volatilité marquée pendant les quatre derniers mois de 2005 (Graphique 3). Comme on s'y attendait, il s'est hissé au-dessus de 3 % en septembre, en raison de la flambée temporaire des prix de l'essence qui a suivi les perturbations de la production aux États-Unis provoquées par le passage des ouragans. Au

jeté dans le *Rapport* d'octobre, se situait à un niveau proche de celui projeté dans le *Rapport* d'octobre. L'activité économique, à la fin de l'année, semestrie de 2005. Ce résultat signifie que le rythme annuel d'environ 3 % au second PIB réel du Canada ait progressé à un

Dans l'ensemble, on s'attend à ce que le PIB réel du Canada ait progressé à un rythme annuel d'environ 3 % au second semestre de 2005. Ce résultat signifie que l'activité économique, à la fin de l'année, se situait à un niveau proche de celui projeté dans le *Rapport* d'octobre. L'ensemble, on s'attend à ce que le PIB réel du Canada ait progressé à un rythme annuel d'environ 3 % au second semestre de 2005. Ce résultat signifie que l'activité économique, à la fin de l'année, se situait à un niveau proche de celui projeté dans le *Rapport* d'octobre.

réelle (mesurée par le PIB réel). Cela s'est reflété dans les gains enregistrés aux chapitres des bénéfices des entreprises, du revenu du travail et des recettes publiques, et dans la nette montée des cours des actions des sociétés des secteurs énergie et minier.

à un jour à 3,5 % (Graphique 1). À la lumière de son scénario de référence et de son évaluation actuelle des risques, la Banque estime qu'il faudra relever encore quelque peu le taux directeur afin de maintenir l'équilibre entre l'offre et la demande globales et de garder l'inflation au taux cible à moyen terme.

L'évolution économique et financière récente

L'économie a continué d'attirer une solide expansion à l'échelle du globe l'an dernier. Aux États-Unis, les indicateurs récents donnent à penser que le PIB réel a progressé de 3,6 % en 2005, un chiffre légèrement supérieur au taux de 3,5 % prévu dans le *Rapport* d'octobre. Conjugué à la poursuite du vif essor de l'économie chinoise et au fait que la demande intérieure a connu une certaine reprise au Japon, ce résultat tend à indiquer que la croissance du PIB mondial en 2005 s'est vraisemblablement établie à un peu plus de 4 % en moyenne.

Àu second semestre de 2005, l'économie canadienne a continué de subir des ajustements considérables, commandés par l'évolution de la conjonction internationale et les changements des prix relatifs qui en découlent. Les facteurs dont l'influence s'est fait sentir sont notamment le dynamisme de l'économie mondiale, le niveau élevé des cours des produits de base, la baisse des prix de nombreux biens manufacturés et l'appreciation du dollar canadien.

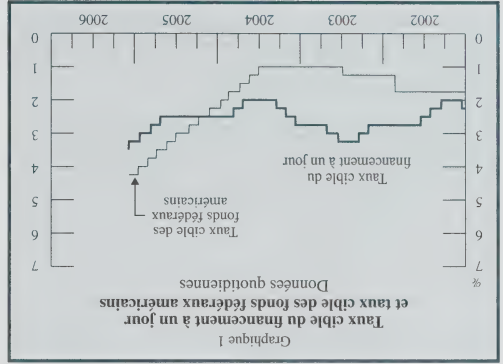
Il convient de souligner l'amélioration substantielle des termes de l'échange du Canada (c'est-à-dire le rapport des prix des exportations à ceux des importations), attribuable principalement à la poussée des prix des produits et des ressources énergétiques. En glissement annuel, les termes de l'échange ont augmenté de 4,4 % au troisième trimestre de 2005, et, selon les indicateurs récents, ils ont poursuivi leur ascension au quatrième trimestre. Par conséquent, les revenus réels ont progressé plus rapidement que la production

et ailleurs dans le monde. Dans ce contexte, le scénario de référence de la Banque pour le Canada prévoit une vive accélération de la demande intérieure et une nouvelle hausse des exportations. Néanmoins, il est probable que les exportations nettes freineront légèrement la croissance cette année et en 2007. On estime que le PIB progressera à un rythme annuel de 3,1 % en 2006 et de 2,9 % l'an prochain, de sorte que l'économie continuera de tourner près de son plein potentiel.

Le taux d'accroissement de l'IPC global restera influencé par les cours du pétrole brut et du gaz naturel. La Banque prévoit qu'il avoisinera 2,5 % au premier semestre de 2006, avant de descendre à 2 % d'ici le premier semestre de 2007. L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait aussi revenir à 2 % d'ici le premier semestre de l'an prochain; cet horizon est un peu plus éloigné que celui qu'on entrevoyait dans le *Rapport* d'octobre, du fait surtout des pressions à la baisse plus persistantes que prévu exercées par les prix des importations.

La Banque considère toujours que les risques entourant son scénario de référence sont équilibrés pour 2006 et que les risques à la baisse deviennent prépondérants à partir de 2007.

La Banque a majoré son taux directeur de 25 points de base à chacune des quatre plus récentes dates d'annonce préétablies, portant ainsi le taux cible du financement



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

MISE À JOUR

— janvier 2006 —

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondée sur l'information reçue au 24 janvier 2006.

Bien que l'intensité des pressions s'exerçant sur la capacité de production varie selon les indicateurs utilisés, la Banque juge encore que l'économie fonctionne à pleine capacité. L'expansion vigoureuse de l'économie devrait se poursuivre aux États-Unis

Faits saillants

- L'économie canadienne fonctionne à pleine capacité.
- La Banque prévoit encore que l'économie du pays progressera à peu près au même rythme que la production potentielle jusqu'à la fin de 2007.
- Les taux d'accroissement de l'IPC et de l'indice de référence devraient revenir à la cible de 2 % d'ici le premier semestre de 2007.
- La Banque considère toujours que les risques entourant ses projections sont équilibrés pour 2006 et que les risques à la baisse deviennent prépondérants à partir de 2007.
- À la lumière de ces perspectives, la Banque estime qu'il faudra relever encore quelque peu le taux directeur.

L'évolution des économies canadienne et mondiale est essentiellement conforme aux attentes de la Banque. Les perspectives en matière de croissance et d'inflation au pays sont semblables à celles présentées dans la livraison d'octobre du

Rapport sur la politique monétaire.

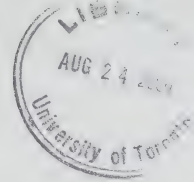
On s'attend à ce que le produit intérieur brut (PIB) réel du Canada ait progressé à un rythme annuel d'environ 3 % au second semestre de 2005. L'économie canadienne continue de s'ajuster à l'évolution en cours à l'échelle du globe et aux changements des prix relatifs qui en découlent. Les prix des produits de base énergétiques ont bondi durant la deuxième moitié de 2005. Le dollar canadien s'est apprécié légèrement par rapport au dollar américain et a varié dans une fourchette un peu plus élevée, soit de 85 à 87 cents E.-U.

Le taux d'augmentation de l'IPC global a été volatil, en raison des fluctuations marquées des prix de l'essence. Il s'est hissé au-dessus de 3 %, comme on l'anticipait, mais s'est ensuite replié plus rapidement qu'escamoté. L'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée très stable, à 1,6 %, conformément aux attentes.

MONETARY POLICY REPORT

UPDATE

– July 2006 –



*This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada.
It presents the Bank's updated outlook based on information
received up to 11 July 2006.*

Overview

Overall, the outlook for economic growth and inflation in Canada is largely unchanged from that set out in the April *Monetary Policy Report*. Growth in the first half of 2006 appears to have been a little stronger, and the Canadian dollar has traded in a higher range than envisaged in the last *Report*. As well, there was a further shift in the composition of demand towards consumption and away from exports. This additional strength in domestic demand is expected to persist into next year, but it should be more than offset by a weaker outlook for net exports, owing primarily to the recent strength in the Canadian dollar. Hence, in aggregate, growth in 2007–08 is expected to be a little weaker than projected in April.

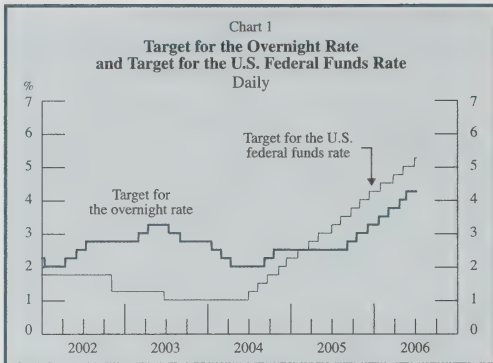
The economy is currently judged to be operating just above its production capacity. With some anticipated moderation in U.S. economic growth, combined with past interest rate and exchange rate increases, the Canadian economy is projected to return to its production capacity by the end of 2008. The Bank projects real GDP growth of 3.2 per cent in 2006, 2.9 per cent in 2007, and 2.8 per cent in 2008.

Total CPI inflation is expected to average just over 1 1/2 per cent from mid-2006 to mid-2007, with the reduction in the

Goods and Services Tax (GST) lowering the inflation rate by 0.6 percentage points over this period. Inflation should then return to the 2 per cent target and remain there. Upward pressure on inflation from excess demand in the economy is offset by downward pressure from the declining prices of many imported consumer goods.

Highlights

- Overall, the outlook for growth and inflation in Canada is largely unchanged from April.
- While growth in the first half of 2006 appears to have been a little stronger, growth in 2007–08 is expected to be a little weaker, owing primarily to the lagged effects of the higher dollar.
- Total CPI inflation should average just over 1 1/2 per cent until mid-2007 and then return to the 2 per cent target.
- Risks to the Bank's projection remain roughly balanced, with a small tilt to the downside later in the projection period.
- The current level of the policy interest rate is judged at this time to be consistent with achieving the inflation target.



Core inflation (which excludes the effect of changes in indirect taxes, as well as eight of the most volatile CPI components) should remain at about 2 per cent throughout the projection period.

Since the *April Report*, world economic developments have generally been in line with our base-case assumption of an orderly resolution of global imbalances. Some rotation in global demand is becoming evident, with stronger domestic demand in Europe and Japan, weaker consumption in the United States, and some further real effective depreciation of the U.S. dollar.

There are important upside and downside risks to the projection, but the Bank continues to judge that these risks are roughly balanced. The upside risks to Canadian output and inflation relate primarily to the momentum in household spending and housing prices. The main downside risk for Canada is that the U.S. economy could slow more rapidly than expected, reducing demand for Canadian exports. Because of the possibility of a disorderly resolution of global current account imbalances, the balance of risks is tilted slightly to the downside later in the projection period.

The Bank of Canada raised the target for the overnight rate by 25 basis points to 4.25 per cent in late May. On 11 July, the target rate was left unchanged (Chart 1). The current level of the policy rate is judged, at this time, to be consistent with

achieving the inflation target over the medium term. The Bank will monitor global and domestic economic and financial developments, including adjustments in the Canadian economy, relative to its projection.

Recent Economic and Financial Developments

Global Developments

The global economic expansion remains robust, with growth in China and the euro zone over the past few months slightly stronger than expected.

Economic activity in the United States is unfolding largely as anticipated. Real GDP growth has been strong over the past year, growing faster than potential output on average. The U.S. economy appears to be operating close to its potential, and recent indicators suggest that real GDP growth is moderating, particularly growth in residential investment and consumer spending.

Measures of inflation in the United States have moved slightly higher than expected, apparently reflecting a stronger response to continued strong growth, the cumulative increase in commodity prices, and the sizable real effective depreciation of the U.S. dollar since 2002.

Financial and Commodity Markets

In response to the evolving global situation, a number of major central banks have continued to tighten their monetary policy since the *April Report*. The U.S. Federal Reserve and the European Central Bank, among others, have raised their respective policy rates. The Bank of Japan has continued to gradually exit its quantitative easing policy.

Partly associated with the global rise in interest rates, equity markets in many countries declined in the past few months. However, the largest declines in prices occurred in markets that had experienced significant gains in the first four months of 2006. Volatility in markets rose but has since subsided.

Despite the substantial swings in the prices of metals and other commodities, the overall level of commodity prices at mid-2006 remained at about the level expected at the time of the last *Report*. Since that *Report*, the Canadian dollar has moved up against the U.S. dollar into a range of about 88.5 to 91.5 cents U.S. from a range of about 85.5 to 88.5 cents U.S.

Canadian Economic Activity

Canada's real GDP appears to have grown a little faster than expected in the first half of 2006. The economy continued to adjust to global developments that included continuing high prices for many of the commodities that Canada exports and a strong Canadian dollar.

Real GDP rose at an annual rate of 3.8 per cent in the first quarter of 2006, higher than the 3.2 per cent expected in the *April Report*. Final domestic demand remained the major contributor to GDP growth (Chart 2).

The Bank's monitoring of available information points to real GDP growth of about 3.2 per cent in the second quarter, as previously anticipated. Monthly information indicates that consumer spending has been growing faster than expected as a result of further substantial increases in employment, real personal disposable income, and household net worth. This development

is also consistent with continued strong growth in household credit. This additional strength in consumer spending appears to have been offset by greater-than-projected weakness in merchandise export volumes during the same period.

Pressures on Capacity

The stronger economic growth in the first half of the year means that, at mid-year, the level of activity and the estimated degree of pressure on production capacity are marginally higher than projected in the *April Report*.

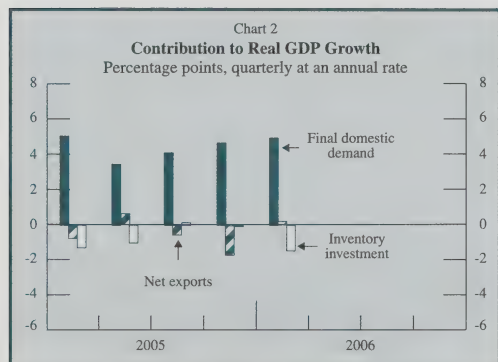
The Bank's conventional measure of the output gap, which is surrounded by a wide confidence interval, suggests that the economy was operating about 0.4 per cent above its production potential in the second quarter. In the Bank's summer *Business Outlook Survey*, the percentage of companies reporting difficulties in meeting an unanticipated increase in demand remained above average (Chart 3).

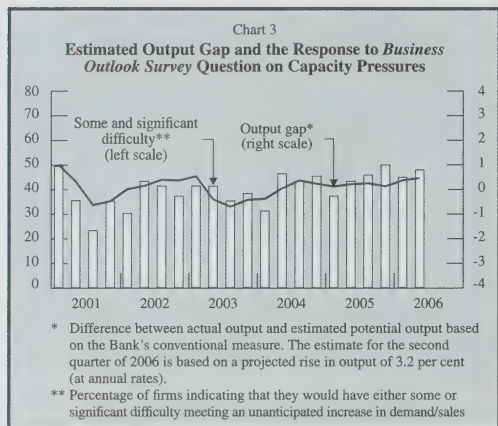
The employment-to-population ratio reached a record high in May 2006, and the unemployment rate fell to its lowest level since the mid-1970s. This tightness in labour markets is, however, less evident in wage developments. The underlying trend in wage increases has fluctuated between 3 per cent and 4 per cent over the past year and, with trend productivity growth close to 1 3/4 per cent, underlying increases in unit labour costs appear to be about 2 per cent.

After reviewing all the indicators of capacity pressures, it is the Governing Council's judgment that the economy was operating just above its production capacity in the second quarter of 2006.

Inflation and the 2 Per Cent Target

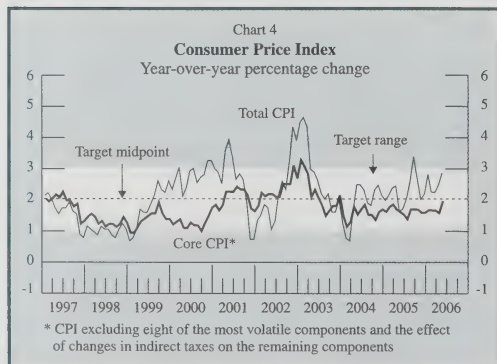
The 12-month rate of increase in the total CPI continued to be above the Bank's 2 per cent inflation-control target, averaging 2.6 per cent in April and May of 2006





(Chart 4). Once again, this resulted mainly from substantial increases in energy prices at the consumer level.

In contrast, the core rate of inflation remained below 2 per cent in the first four months of 2006, before moving up to 2 per cent in May—slightly sooner than expected. The rate of increase in the price of shelter for homeowners has picked up since early this year because of higher prices for new housing. The rate of increase in the prices of other services has also strengthened. At the same time, the prices of many import-intensive goods have continued to come under downward pressure from decreases in the world prices of many manufactured goods and from the past appreciation of the Canadian dollar.



The Economic Outlook

The Bank's base-case projection assumes energy prices consistent with current futures prices, as well as a smooth and orderly resolution of global imbalances, resulting from supportive policy actions to rebalance global demand combined with a gradual real effective depreciation of the U.S. dollar.

Global economic growth in 2006 is now expected to be 4.9 per cent, slightly stronger than the 4.8 per cent anticipated at the time of the last *Report*. The current momentum in global economic activity is projected to ease gradually, with global economic growth slowing to 4.6 per cent in 2007 and 4.4 per cent in 2008, more in line with growth in world production potential.

Consistent with the April *Report*, real GDP growth in the United States is expected to average 3.5 per cent in 2006, before moderating to a rate close to potential growth of about 3.2 per cent in 2007 and 2008. Housing activity and growth in consumption are projected to slow as part of a rotation in the source of growth away from domestic demand and towards exports.

Prices for crude oil futures over the projection period are slightly higher than those in the April *Report*, averaging just over US\$74 per barrel, while those for natural gas are somewhat lower.

The price index for non-energy commodities is expected to ease over the projection period from the high levels reached in the second quarter of 2006, largely as a result of declines in metals prices as increases in world supply become more evident. Nevertheless, the projected level of non-energy commodity prices remains high relative to historical experience.

The Bank's base-case projection for economic growth in Canada is 3.2 per cent in 2006, 2.9 per cent in 2007, and 2.8 per cent in 2008 (Chart 5, Table 1). While this overall outlook for growth is largely unchanged from that in the April *Report*, it is a little

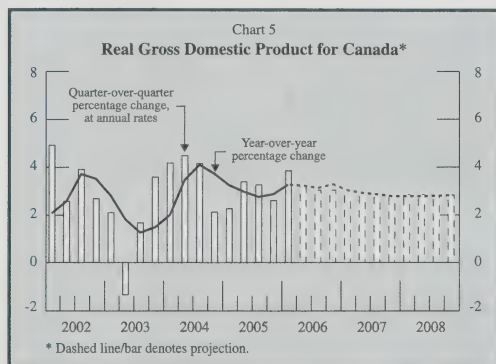
stronger in 2006 and a little lower in 2007 and 2008. The slower growth stems from the assumption that the Canada-U.S. exchange rate will stay in its recent higher range over the projection period. In addition, the projected composition of growth has changed somewhat since April (Table 1). Stronger growth in consumption spending is offset by a weaker outlook for net exports.

Strong domestic demand in Canada, supported by robust global growth, remains a key feature of the base-case projection. Business investment and consumer spending are expected to remain strong, while spending on housing, after rising considerably in 2006, is expected to decline slightly in 2007 and 2008. Government expenditures on goods, services, and transfers are assumed to increase broadly in line with revenues over the projection period, adding to the strength of domestic demand.

While exports are expected to continue to increase, reflecting the strength in global demand, export growth is now projected to make a more modest contribution to growth owing to the assumption that the exchange rate remains in its current range. At the same time, further marked gains in investment in machinery and equipment, combined with the strength in

	2006	2007	2008
Consumption	2.0 (1.8)	1.8 (1.6)	1.6 (1.6)
Housing	0.2 (0.1)	-0.1 (-0.1)	-0.1 (-0.1)
Government	0.8 (0.9)	0.8 (0.9)	0.7 (0.6)
Business fixed investment	1.0 (1.0)	0.9 (0.8)	0.6 (0.7)
Subtotal: Final domestic demand	4.0 (3.8)	3.4 (3.2)	2.8 (2.8)
Exports	1.1 (1.7)	1.2 (1.4)	1.2 (1.2)
Imports	-2.0 (-2.1)	-1.7 (-1.6)	-1.2 (-1.1)
Subtotal: Net exports	-0.9 (-0.4)	-0.5 (-0.2)	0 (0.1)
Inventories	0.1 (-0.3)	0 (0)	0 (0)
GDP	3.2 (3.1)	2.9 (3.0)	2.8 (2.9)

1. Figures in parentheses are from the base case presented in the April Report.



the Canadian dollar, should stimulate imports. Thus, net exports are expected to exert a drag on overall growth for some time, though this effect should diminish over the projection period.

The assumption for potential output growth continues to be 2.9 per cent in 2006 and 3.0 per cent in 2007 and 2008.¹ This growth profile implies that the economy would remain in slight excess demand over the remainder of 2006, before returning to its production capacity by the end of 2008.

1. Since the April Report, Statistics Canada has revised up its estimates of labour productivity growth for 2005, giving the Bank greater confidence in its assumption of 1 3/4 per cent for trend productivity growth and 3 per cent for potential output growth.

In this base-case projection, the anticipated moderation of U.S. growth, combined with the lagged effects of past interest rate and exchange rate increases, brings aggregate supply and demand back into balance. Hence, in this projection, the current level of the policy interest rate is consistent with achieving the 2 per cent inflation target.

Movements in the 12-month rate of increase in total CPI inflation will be importantly influenced by the cut in the GST from 7 per cent to 6 per cent on 1 July 2006 and by developments in the markets for crude oil and natural gas. The direct effect of the one-percentage-point cut in the GST on the total CPI is estimated to be 0.6 per cent. Total CPI inflation is expected to average just over 1 1/2 per cent in the second half

of 2006 and the first half of 2007, before returning to the 2 per cent target (Table 2). Note that total CPI inflation is likely to fall temporarily to close to 1 per cent this September, reflecting the brief surge in energy prices last September.

Core inflation is expected to remain at about 2 per cent throughout the projection period. The upward pressure on inflation from excess demand in the economy should be offset by continued downward pressure from further reductions in the prices of manufactured goods. These two offsetting factors are projected to diminish in tandem over the projection period, with the result that the core rate should stay at 2 per cent.

Table 2
Summary of the Base-Case Projection^a

	2006				2007		2008
	Q1	Q2	Q3	Q4	H1	H2	
Real GDP (quarter-to-quarter percentage change at annual rates) ^b	3.8 (3.2)	3.2 (3.2)	3.0 (3.0)	3.0 (3.0)	2.8 (2.9)	2.7 (2.9)	2.8 (2.9)
Real GDP (year-over-year percentage change)	3.2 (3.2)	3.2 (3.1)	3.1 (3.0)	3.2 (3.1)	2.9 (3.0)	2.8 (2.9)	2.8 (2.9)
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.7 (1.7)	1.8 (1.8)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.4 (2.4)	2.7 (2.6)	1.5 (1.9) ^c	1.8 (2.3) ^c	1.6 (2.1) ^c	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI excluding the effect of changes in indirect taxes (year-over-year percentage change)	2.4 (2.4)	2.7 (2.6)	2.1 (1.9)	2.4 (2.3)	2.2 (2.1)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
WTI ^d (level)	63 (63)	71 (70)	73 (73)	75 (74)	76 (74)	75 (73)	73 (71)

a. Figures in parentheses are from the April *Monetary Policy Report*.

b. For half and full years, the number reported is the average of the respective quarter-to-quarter percentage growth at annual rates.

c. Note that the base-case projection for total CPI in the April *Report* did not assume any reduction in the GST, an indirect tax.

d. Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 7 July 2006.

The *Monetary Policy Report* and the *Update* are available on the Bank's website at: www.bankofcanada.ca

Copies can also be obtained by contacting the Bank at:

Telephone: 1 877 782-8248; email: publications@bankofcanada.ca

Le taux d'accroissement de l'indice de référence devrait continuer d'avoisiner 2 % tout au long de la période de projection. Les pressions à la hausse attribuables à la demande excédentaire au sein de l'économie devraient être compensées par les pressions à la baisse continues que viendront exercer de nouvelles réductions des prix des biens manufacturés. On s'attend à ce que ces pressions opposées s'atténuent en parallèle au cours de la période considérée, si bien que l'inflation mesurée par l'indice de référence demeurera à 2 %.

Tableau 2 Résumé des projections ^a									
2006					2007		2008		
	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	sem.	1 ^{er}	2 ^e	sem.	
PIB réel	3,8	3,2	3,0	3,0	2,8	2,7	2,8	(2,9)	2,8
(taux de variation trimestriel annualisé) ^b	(3,2)	(3,2)	(3,0)	(3,0)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	
PIB réel	3,2	3,2	3,1	3,2	2,9	2,8	2,8	(2,9)	2,8
(taux de variation sur douze mois)	(3,2)	(3,1)	(3,0)	(3,1)	(3,0)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	
Indice de référence	1,7	1,8	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	(2,0)	2,0
(taux de variation sur douze mois)	(1,7)	(1,8)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	
IPC global	2,4	2,7	1,5	1,8	1,6	2,0	2,0	(2,0)	2,0
(taux de variation sur douze mois)	(2,4)	(2,6)	(1,9) ^c	(2,3) ^c	(2,1) ^c	(2,0)	(2,0)	(2,0)	
IPC global corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects	2,4	2,7	2,1	2,4	2,2	2,0	2,0	(2,0)	2,0
(taux de variation sur douze mois)	(2,4)	(2,6)	(1,9)	(2,3)	(2,1)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	
WTI ^d	63	71	73	75	76	75	73	(73)	73
(niveau)	(63)	(70)	(73)	(74)	(74)	(73)	(73)	(71)	

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du *Rapport sur la politique monétaire* paru en avril.
b. Dans le cas des semestres et des années complètes, le chiffre indiqué représente la moyenne des taux de croissance trimestriels annualisés respectifs.
c. Il est à noter que la projection relative à l'IPC global présentée dans le *Rapport* d'avril ne tenait pas compte de la diminution de la TFS, un impôt indirect.
d. Hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermédiaire (en \$ E.-U. le baril), fondée sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 7 juillet 2006.

Le *Rapport sur la politique monétaire* et la *Mise à jour* sont publiés dans le site Web de la Banque à l'adresse www.banqueducanada.ca. Vous pouvez également vous en procurer des exemplaires en communiquant avec nous. Téléphone : 1 877 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca.

ments en machines et en matériel, combinée à la vigueur du dollar canadien, devrait dynamiser les importations. Les exportations nettes devraient donc brider la croissance globale pendant un certain temps, bien que cet effet s'estompera probablement au cours de la période de projection. La Banque estime encore que le rythme d'expansion de la production potentielle atteindra 2,9 % en 2006, et 3,0 % en 2007 et en 2008¹. Ce profil de croissance implique que l'économie continuera d'afficher une demande légèrement excédentaire pendant le reste de 2006 et qu'elle reviendra à son potentiel d'ici la fin de 2008. Dans ce scénario de référence, la modération anticipée de l'expansion aux États-Unis, conjuguée à l'effet retardé des hausses passées des taux d'intérêt et du taux de change, rétablit l'équilibre entre l'offre et la demande globales. En conséquence, selon l'hypothèse d'un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation de 2 %.

La diminution de la TPS, qui est passée de 7 à 6 % le 1^{er} juillet 2006, et le comportement des marchés du pétrole brut et du gaz naturel auront une incidence importante sur l'évolution de l'inflation mesurée par l'IPC global. On estime que la baisse de la TPS aura un point de pourcentage de la TPS aura pour effet direct d'abaisser l'IPC global de 0,6 %. Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global devrait se situer en moyenne tout juste au-dessus de 1 1/2 % du milieu de cette année jusqu'au milieu de 2007, puis remonter à la cible de 2 % (Tableau 2). Il convient de noter que, selon toute vraisemblance, le rythme d'augmentation de l'IPC global chutera temporairement à près de 1 % en septembre prochain, en raison de la brève flambée des cours de l'énergie en septembre 2005.

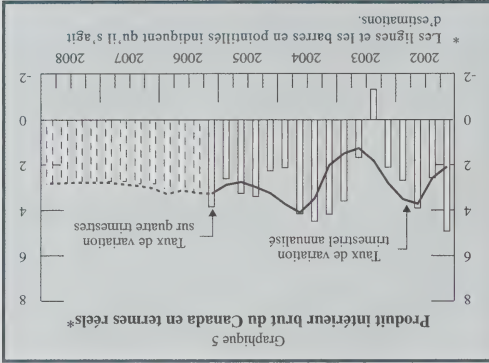
1. Depuis la publication du *Rapport d'avril*, Statistique Canada a révisé à la hausse ses estimations relatives à la croissance de la productivité du travail pour 2005, confortant ainsi l'hypothèse de la Banque selon laquelle le taux d'augmentation de la production en longue période est de 1 3/4 %, et le rythme d'expansion potentielle, de 3 %.

Tableau 1
Contribution à la croissance
annuelle moyenne du PIB réel¹
En points de pourcentage

	2006	2007	2008
Consommation	2,0 (1,8)	1,8 (1,6)	1,6 (1,6)
Logement	0,2 (0,1)	-0,1 (-0,1)	-0,1 (-0,1)
Administrations publiques	0,8 (0,9)	0,8 (0,9)	0,7 (0,6)
Investissements fixes des entreprises	1,0 (1,0)	0,9 (0,8)	0,6 (0,7)
Total partiel : demande intérieure finale	4,0 (3,8)	3,4 (3,2)	2,8 (2,8)
Exportations	1,1 (1,7)	1,2 (1,4)	1,2 (1,2)
Importations	-2,0 (-2,1)	-1,7 (-1,6)	-1,2 (-1,1)
Total partiel : exportations nettes	-0,9 (-0,4)	-0,5 (-0,2)	0 (0,1)
Stocks	0,1 (-0,3)	0 (0)	0 (0)
PIB	3,2 (3,1)	2,9 (3,0)	2,8 (2,9)

1. Les chiffres entre parenthèses proviennent du scénario de référence présenté dans le *Rapport d'avril*.

de consommation demeurent robustes, et à ce que les dépenses de logement, après avoir vivement augmenté en 2006, entregistrent un faible recul en 2007 et en 2008. La projection suppose que les dépenses publiques au titre des biens, des services et des transferts croîtront sensiblement à la même cadence que les recettes, ce qui accentuera la vigueur de la demande intérieure. Bien que l'essor des exportations devrait se poursuivre grâce à la vitalité de la demande mondiale, on prévoit maintenant que la croissance des exportations apportera une contribution plus modeste à l'expansion de l'économie, compte tenu de l'hypothèse du maintien du taux de change dans la fourchette actuelle. Par ailleurs, une nouvelle hausse appréciable des investisse-



La Banque estime, dans son scénario de référence pour le Canada, que le taux d'expansion de l'économie s'établira à 3,2 % en 2006, à 2,9 % en 2007 et à 2,8 % en 2008 (Graphique 5, Tableau 1). Si, dans l'ensemble, ces perspectives restent essentiellement les mêmes que celles présentées dans la livraison d'avril du *Rapport*, elles sont légèrement plus favorables pour 2006, et un peu moins favorables pour 2007 et 2008. Le ralentissement prévu de la croissance cadre avec l'hypothèse selon laquelle le cours du dollar canadien vis-à-vis du dollar américain continuera d'évoluer, pendant la période considérée, dans la fourchette plus élevée où il s'est situé récemment. En outre, la composition projetée de la croissance s'est modifiée quelque peu depuis avril (Tableau 1). La hausse plus marquée des dépenses de consommation est contrebalancée par une détérioration des perspectives concernant les exportations nettes.

Le dynamisme de la demande intérieure au Canada, soutenu par une forte expansion à l'échelle du globe, constitue encore un élément important du scénario de référence. On s'attend à ce que les investissements des entreprises et les dépenses

des prix mondiaux de nombreux biens manufacturés et l'appréciation passée du dollar canadien ont continué d'exercer des pressions à la baisse sur les prix d'un bon nombre de biens à forte teneur en importations.

Les perspectives économiques

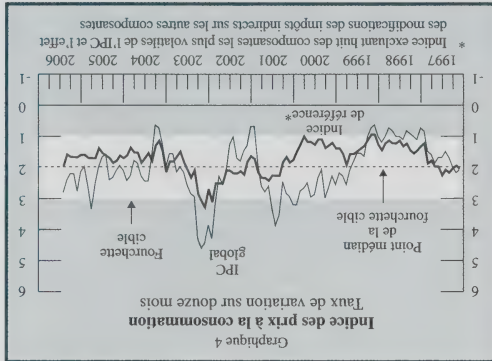
Le scénario de référence de la Banque suppose une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours actuels des contrats à terme, ainsi qu'une résorption progressive et ordonnée des déséquilibres mondiaux, rendue possible par des politiques propres à favoriser un rééquilibrage de la demande à l'échelle internationale et par une dépréciation graduelle de la devise américaine en termes effectifs réels.

On s'attend maintenant à ce que l'expansion de l'économie mondiale se chiffre à 4,9 % en 2006, ce qui est légèrement supérieur au taux de 4,8 % escompté dans le dernier *Rapport*. À l'échelle internationale, le dynamisme actuel de l'activité devrait s'atténuer graduellement; la croissance de l'économie ralentira pour se situer à 4,6 % en 2007 et à 4,4 % en 2008, soit un rythme plus conforme à celui de la production potentielle.

Comme on le prévoyait dans le *Rapport* d'avril, le taux d'augmentation du PIB réel aux États-Unis devrait s'établir en moyenne à 3,5 % en 2006, avant de descendre à un niveau proche de celui de la production potentielle, soit environ 3,2 % en 2007 et en 2008. L'activité sur le marché du logement et la hausse des dépenses de consommation devraient ralentir à mesure que les sources de croissance se modifieront, les exportations gagnant en importance par rapport à la demande intérieure.

Les cours à terme du pétrole brut, pour la période de projection, sont un peu supérieurs à ceux mentionnés dans le *Rapport* d'avril — ils se situent en moyenne juste au-dessus de 74 dollars E.-U. le baril —, alors que les cours à terme du gaz naturel sont légèrement plus bas.

Pendant la période considérée, l'indice des prix des produits de base non énergétiques devrait redescendre en deçà



À l'opposé, l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est maintenue au-dessous de 2 % durant les quatre premiers mois de 2006, puis est montée à 2 % en mai, soit un peu plus tôt que prévu. Le taux d'augmentation des frais de logement des propriétaires a grimpé depuis le début de l'année, en raison de la majoration des prix des maisons neuves. Le rythme de progression des prix des autres services s'est aussi accéléré. Parallèlement, le recul

L'inflation et la cible de 2 %

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global est resté supérieur à la cible de maîtrise de l'inflation de 2 % visée par la Banque, s'établissant à 2,6 % en moyenne en avril et en mai 2006 (Graphique 4). Une fois encore, cette situation tenait surtout à la hausse considérable des prix à la consommation de l'énergie.

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production, le Conseil de direction estime que l'économie fonctionnait à un niveau tout juste supérieur à sa capacité de production au deuxième trimestre de 2006.

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production, le Conseil de direction estime que l'économie fonctionnait à un niveau tout juste supérieur à sa capacité de production au deuxième trimestre de 2006.

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production, le Conseil de direction estime que l'économie fonctionnait à un niveau tout juste supérieur à sa capacité de production au deuxième trimestre de 2006.

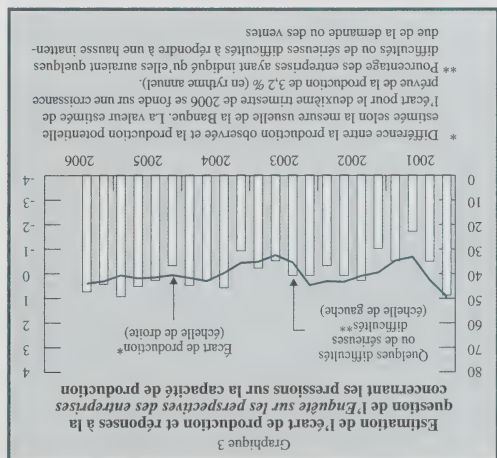
Le ratio de l'emploi à la population a atteint un sommet sans précédent en mai 2006, et le taux de chômage est tombé à son niveau le plus bas depuis le milieu des années 1970. Cette tension observée sur le marché du travail est toutefois moins visible dans les salaires. Le taux d'accroissement tendanciel des salaires a varié entre

La mesure dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production, qui est entourée d'un large intervalle de confiance, donne à penser que le volume de production au sein de l'économie dépassait d'environ 0,4 % le niveau de la production potentielle au deuxième trimestre. D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet été, la proportion des firmes ayant signalé des difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande est demeurée au-dessus de la moyenne (Graphique 3).

L'accélération de l'expansion économique

prévu dans la livraison d'avril du Rapport. L'année, un peu plus élevés que ce qui était la capacité de production sont, au milieu de des pressions estimatives s'exerçant sur la sorte que le niveau d'activité et l'intensité mique au premier semestre de 2006 fait en

Les pressions sur la capacité de l'économie

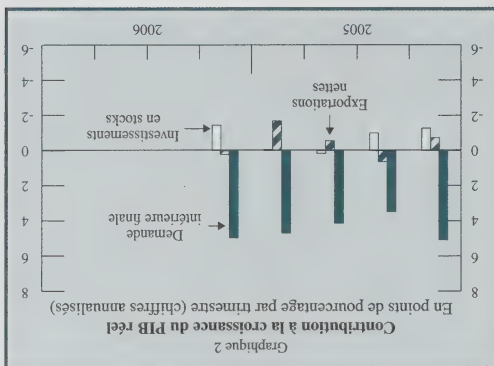


L'activité économique au Canada

Au premier semestre de 2006, le PIB réel du pays semble avoir progressé un peu plus rapidement que prévu. L'économie a continué de s'ajuster à la conjoncture internationale, notamment aux prix toujours élevés de bon nombre des produits de base que le Canada exporte et à la force du dollar canadien.

Le PIB réel a augmenté à un taux annuelisé de 3,8 % au premier trimestre de 2006, un chiffre supérieur aux 3,2 % anticipés dans le *Rapport* d'avril. La demande intérieure finale est demeurée le principal moteur de la croissance du PIB (Graphique 2).

À la lumière des informations disponibles, la Banque estime que le PIB réel a progressé d'environ 3,2 % au deuxième trimestre, ce qui est conforme à ses prévisions antérieures. Les données mensuelles révèlent que les dépenses de consommation ont augmenté plus rapidement qu'escamoté, à la faveur de nouvelles hausses substantielles de l'emploi, du revenu disponible réel des particuliers et de l'avoir net des ménages. Cette évolution est également compatible avec la poursuite de la vive expansion du crédit aux ménages. Cet accroissement supplémentaire des dépenses de consommation semble avoir été neutralisé par la faiblesse plus grande que prévu du volume des exportations de marchandises au cours de la même période.



en moyenne à celui de la production potentielle. L'économie américaine semble tourner près de son plein potentiel, et les indicateurs récents donnent à penser que la progression du PIB réel ralentit, particulièrement en ce qui a trait aux investissements dans le secteur résidentiel et aux dépenses de consommation.

Les chiffres de l'inflation sont un peu plus élevés que prévu aux États-Unis, ce qui s'explique apparemment par une réaction plus prononcée à la poursuite de la forte expansion, par la hausse cumulative des prix des produits de base ainsi que par la dépréciation substantielle qu'a enregistrée le dollar américain, en termes effectifs réels, depuis 2002.

Les marchés financiers et des produits de base

Devant l'évolution de la conjoncture internationale, plusieurs grandes banques centrales ont resserré encore leur politique monétaire depuis la publication du *Rapport* d'avril. La Réserve fédérale américaine et la Banque centrale européenne, entre autres, ont majoré leurs taux directeurs respectifs. La Banque du Japon a continué de mettre graduellement fin à sa politique d'assouplissement quantitatif.

Du fait notamment de la hausse des taux d'intérêt dans le monde, les marchés boursiers de nombreux pays se sont contractés ces derniers mois. Toutefois, les baisses les plus marquées des cours se sont produites sur les marchés qui avaient enregistré des gains notables durant les quatre premiers mois de 2006. La volatilité s'est accentuée sur les marchés, mais s'est atténuée depuis.

Malgré les amples fluctuations des prix des métaux et des autres produits de base, les cours des matières premières se situent généralement, au milieu de 2006, à peu près au niveau auquel on s'attendait lors de la publication du dernier *Rapport*. Depuis, le dollar canadien s'est apprécié par rapport à son pendant américain, il s'est échangé dans une fourchette d'environ 88,5 à 91,5 cents E.-U., après avoir varié à l'intérieur d'une plage de 85,5 à 88,5 cents E.-U., approximativement.

comme en témoignent le renforcement de la demande intérieure en Europe et au Japon, le repli de la consommation aux États-Unis et une certaine dépréciation du dollar améri-

cain en termes effectifs réels.

Des risques importants, tant à la hausse qu'à la baisse, entourent la projection de la Banque, mais celle-ci juge encore que ces risques sont relativement équilibrés. Les et l'inflation au Canada sont liés surtout au dynamisme des dépenses des ménages et à la progression des prix des logements. Le principal risque à la baisse qui pèse sur l'économie canadienne tient au fait que l'activité pourrait ralentir plus rapidement que prévu aux États-Unis, et réduire ainsi la demande d'exportations canadiennes. Compte tenu de la possibilité d'une correction désordonnée des déséquilibres des balances courantes à l'échelle internationale, les risques à la baisse deviennent légers.

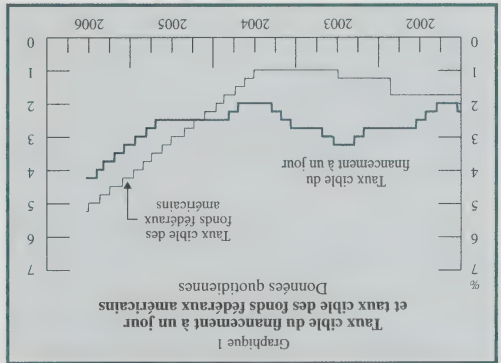
À la fin de mai, la Banque a relevé le taux cible du financement à un jour de 25 points de base pour le porter à 4,25 %. Ce taux est demeuré inchangé le 11 juillet dernier (Graphique 1). La Banque juge à l'heure actuelle que son taux directeur se trouve à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation à moyen terme. Elle suivra l'évolution économique et financière sur la scène mondiale et au sein de l'économie canadienne, par rapport à sa projection.

L'évolution économique et financière récente

La conjoncture internationale

L'expansion de l'économie mondiale demeure robuste, la Chine et les pays de la zone euro ayant affiché ces derniers mois une croissance un peu plus vigoureuse qu'on ne s'y attendait.

Aux États-Unis, l'évolution de l'activité est généralement conforme aux prévisions, pendant la dernière année, et supérieur



taux de change, l'économie canadienne devrait revenir à son potentiel d'ici la fin de 2008. La Banque prévoit que le PIB réel progressera à un rythme de 3,2 % en 2006, de 2,9 % en 2007 et de 2,8 % en 2008.

On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global se situe en moyenne tout juste au-dessus de 1 1/2 % du milieu de cette année jusqu'au milieu de 2007, la réduction de la taxe sur les produits et services (TPS) ayant pour effet d'abaisser le taux d'inflation en glissement annuel de 0,6 point de pourcentage durant cet intervalle. L'inflation devrait ensuite remonter à la cible de 2 % et y demeurer. Les pressions à la hausse sur l'inflation venant de la demande excédentaire au sein de l'économie sont contrebalancées par les pressions à la baisse dues au repli des prix de nombreux biens de consommation importants. Pour sa part, le taux d'augmentation de l'indice de référence (qui exclut l'effet des modifications des impôts indirects ainsi que huit des composantes les plus volatiles de l'IPC) devrait se maintenir aux alentours de 2 % tout au long de la période de projection.

Depuis la publication du *Rapport d'avril*, l'évolution de l'économie mondiale est généralement conforme au scénario de référence de la Banque, qui suppose une réorption ordonnée des déséquilibres à l'échelle du globe. La rotation de la demande mondiale devient plus visible,

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

MISE À JOUR

– juillet 2006 –

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondée sur l'information reçue au 11 juillet 2006.

Vue d'ensemble

Dans l'ensemble, les perspectives en matière de croissance économique et d'inflation au Canada sont essentiellement les mêmes que celles présentées dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*. L'expansion semble avoir été un peu plus forte au premier semestre de 2006, et le dollar canadien s'est échangé à l'intérieur d'une fourchette plus élevée qu'on ne l'avait envisagé dans le dernier *Rapport*. En outre, la composition de la demande a continué de se modifier, la consommation gagnant en importance au détriment des exportations. Le dynamisme additionnel affiché par la demande intérieure devrait se poursuivre l'an prochain, mais ce facteur sera vraisemblablement plus que contrebalancé par une baisse des exportations nettes, attribuable principalement à la vigueur récente du dollar canadien. Par conséquent, dans l'ensemble, la croissance économique devrait être légèrement plus faible, en 2007 et en 2008, qu'on ne l'entrevoit en avril.

La Banque estime actuellement que l'économie fonctionne à un niveau tout juste supérieur à sa capacité de production. Compte tenu de la modération attendue de l'expansion aux États-Unis, conjuguée aux hausses passées des taux d'intérêt et du

Faits saillants

- Dans l'ensemble, les perspectives en matière de croissance et d'inflation au Canada sont essentiellement les mêmes qu'en avril.
- La croissance semble avoir été un peu plus forte au premier semestre de 2006, mais elle devrait être un peu plus faible en 2007 et en 2008, en raison surtout des effets retardés de l'appréciation récente du dollar.
- L'inflation mesurée par l'IPC global devrait se situer en moyenne tout juste au-dessus de 1 1/2 % jusqu'au milieu de 2007, puis remonter à la cible de 2 %.
- Les risques entourant la projection de la Banque demeurent relativement équilibrés, les risques à la baisse devenant légèrement prépondérants plus tard au cours de la période de projection.
- La Banque juge à l'heure actuelle que son taux directeur se trouve à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation.



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

CA1
FN73
-M57

Government
Publications

Monetary Policy Report Update

January 2007

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's updated outlook based on information received up to 16 January 2007.

Overview

The global economy has continued to expand robustly. However, U.S. economic growth slowed in 2006, with the weakness concentrated in the automotive and housing sectors. This weakness does not appear to have spread to the rest of the U.S. economy and, with signs that a significant amount of the adjustment in these sectors has already taken place, U.S. economic growth is expected to pick up.

With reduced demand for Canadian exports and the need to adjust inventories, output growth in Canada decelerated more than had been expected in the October *Report*, likely averaging about 1.6 per cent in the second half of last year. The Bank judges that at the end of 2006, the Canadian economy was operating at, or just above, its production capacity.

Looking ahead, real GDP growth should average about 2 1/2 per cent in the first half of 2007, rising to about 2 3/4 per cent in the second half. In 2008, growth is projected to stay in line with the growth of potential output (estimated at 2.8 per cent), keeping the economy operating near its capacity throughout the projection period. With the weakness seen in the second half of 2006, this growth profile implies average annual growth of 2.3 per cent in 2007 and 2.8 per cent in 2008.

Total consumer price inflation will continue to be affected by movements in energy prices and, during the first half of 2007, by last year's reduction in the Goods and Services

Highlights

- The Canadian economy is judged to have been operating at, or just above, its production capacity at the end of 2006, following weaker-than-expected growth in the second half of the year.
- The Bank projects that the Canadian economy should continue to operate near its production capacity throughout 2007 and 2008.
- Total CPI inflation should average just above 1 per cent in the first half of 2007, returning to the 2 per cent target in 2008, while core inflation should return to 2 per cent in the first half of 2007 and remain there.
- Risks to the Bank's inflation projection continue to be roughly balanced but have diminished somewhat since the October *Report*.
- The current level of the policy interest rate is judged, at this time, to be consistent with achieving the inflation target.

Tax (GST). If energy prices unfold in line with current futures prices, total CPI inflation should fall to about 1 per cent in the first half of 2007, returning to the 2 per cent target early in 2008. With the economy operating near its production potential, and with slightly less upward pressure from housing prices, core inflation should return to 2 per cent in the first half of 2007 and stay there throughout the projection period.

The Bank judges that the risks to its inflation projection are roughly balanced. The main downside risk continues to be that growth in the U.S. economy could be lower than expected. The main upside risk comes from rising house prices and increased spending related to borrowing against home equity. Both these upside and downside risks have diminished somewhat since the October *Report*.

There remains a small possibility of a disorderly resolution of global imbalances, in the absence of further appropriate policy actions internationally.

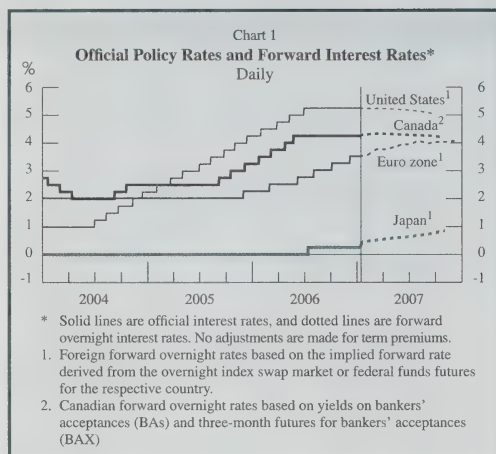
There also continues to be considerable uncertainty about Canadian trend productivity growth. Recent productivity data have been weak, and it is unclear how much of that weakness is due to cyclical factors.

The Bank of Canada left the target rate for the overnight rate unchanged at 4.25 per cent on 5 December 2006 and 16 January 2007 (Chart 1). In line with the Bank's outlook, the current level of the policy rate is judged, at this time, to be consistent with achieving the 2 per cent inflation target over the medium term.

Recent Economic and Financial Developments

Global Developments

Since the October *Report*, the global economic expansion has remained robust. Economic growth in the euro area over the past few months has been slightly stronger than projected, and growth in China continues to

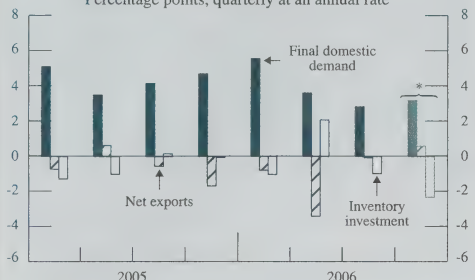


outperform expectations. In Japan, business investment and exports remain vigorous despite relatively weak household consumption. The stronger overseas demand, particularly in business investment, along with a modest real effective depreciation of the U.S. dollar over the past year and a half, continues to support U.S. exports and is consistent with the Bank's assumption of an orderly resolution of global imbalances.

With this continuing strength in global demand, commodity prices have remained high since the October *Report*. Oil and natural gas prices have recently eased, however, owing to warmer-than-usual temperatures in North America.

After a strong start to 2006, real GDP growth in the United States moderated. This mainly reflected a substantial downturn in residential investment and reduced motor vehicle production. More broadly, the need to adjust inventory levels is also dampening manufacturing production, and business investment is somewhat less buoyant than previously expected. But adjustments in the housing and auto sectors have not led to significant spillover effects in the rest of the U.S. economy. Household consumption has remained firm, supported by steady employment gains in the services sector.

Chart 2
Contribution to Real GDP Growth
Percentage points, quarterly at an annual rate



* These are projections for the fourth quarter of 2006.

Canadian Economic Activity

With the slower growth in the U.S. economy, output growth in Canada has also decelerated. In the third quarter, real GDP grew at an annual rate of 1.7 per cent. While this was slightly less than projected in our *October Report*, the level of real GDP in the third quarter was as anticipated because of an upward revision to growth in the first quarter. Based on available information, real GDP is likely to have grown by about 1.5 per cent in the fourth quarter of 2006, weaker than the 2.8 per cent rate projected in the *October Report*.

This slowdown in growth in the second half of 2006 was largely due to reduced U.S. demand for building materials and motor vehicles—which has adversely affected Canada's exports—and to the need for Canadian businesses to adjust inventories. This inventory adjustment appears to have been related largely, but not entirely, to weaker U.S. demand for Canadian goods.

Final domestic demand remains the key contributor to growth in Canada (Chart 2). Strength in labour markets and real personal disposable income, together with increases in household net worth and household credit, has continued to support solid growth in consumer spending.

Estimated Pressures on Capacity

After reviewing all the indicators of capacity pressures, it is the Governing Council's judgment that the economy was operating at, or just above, its production capacity in the fourth quarter of 2006.

A number of indicators suggest that the economy was operating above its production capacity. In the Bank's winter *Business Outlook Survey*, the percentage of companies reporting that they would have difficulties in meeting an unanticipated increase in demand was still above average (Chart 3). The Bank's conventional measure of the output gap suggests that the economy was operating just above its production potential in the fourth quarter.¹ The employment-to-population ratio remained very high in December compared with historical experience, and the unemployment rate was at a 30-year low. The core rate of inflation has been slightly above 2 per cent in recent months.

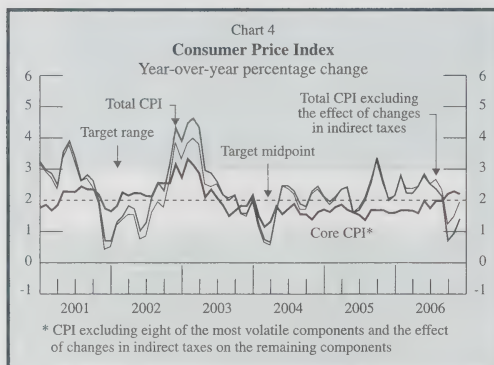
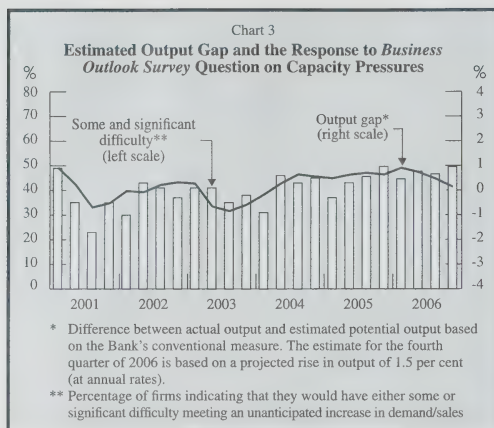
On the other hand, the underlying trend increase in wages (based on average hourly earnings of permanent workers) has eased to a range of 2 1/2 to 3 1/2 per cent in recent months, after moving up earlier in 2006. As well, the percentage of firms reporting labour shortages in the Bank's winter survey was slightly below average.

Inflation and the 2 Per Cent Target

In recent months, total CPI inflation has been slightly lower than projected in the *October Report*. The 12-month rate of increase in the total CPI fell to just below 1 per cent in September and October 2006 (Chart 4).² This mainly reflected anticipated base-year effects associated with the hurricane-related

1. The conventional estimates of production capacity in recent years have been revised down slightly, partly because of the impact of weak observed labour productivity growth on the estimate of trend growth in labour productivity.

2. Recall that the July 2006 reduction in the GST lowers total CPI inflation by about one-half of a percentage point for a year.



surge in energy prices in September of 2005, and unanticipated declines in the prices of gasoline and natural gas. Total CPI inflation moved up to 1.4 per cent in November as the base-year effects dissipated.

From September to November of 2006, the core rate of inflation averaged about 2.2 per cent, up from 2 per cent in July and August. This increase was largely because core prices for shelter and other services rose at a slightly faster rate, although more recently there are some indications of a moderation in the rate of increase in housing prices. Decreases in the prices of many import-intensive goods continued to put downward pressure on core inflation.

The four-quarter change in the chain price index for GDP eased from 3.0 per cent in the second quarter of 2006 to 1.4 per cent in the third quarter, reflecting a further reduction in Canada's terms of trade. This caused further moderation in the year-to-year increase in nominal GDP.

Financial Markets and Credit Conditions

Long-term interest rates, market volatility, and credit spreads have remained low in most countries. In addition, many equity indexes have recently recorded either multi-year or all-time highs.

Against this backdrop, financing conditions in Canada remain favourable. Financial institutions and markets continue to be willing to lend, since business profitability and overall financial health remain strong. Growth of business credit is near its historical average, and the modest decline experienced since early 2006 likely reflects a slight moderation in demand rather than a tightening in the supply of credit. The pace of growth in household credit remains well above its historical average, although it has declined somewhat since the last *Report*. This strong growth has been partly associated with borrowing against home equity. Growth rates of the narrow and broad monetary aggregates have continued to increase.

Over the past three months, the Canadian dollar has moved from a high of 89.5 cents U.S. to a low of close to 84.5 cents U.S. This reflects a number of factors, including the recent weakness in energy prices and an unwinding of support from cross-border currency flows related to mergers and acquisitions.

The Economic Outlook

The Bank's base-case projection incorporates the following key assumptions: energy prices evolving in line with current futures prices, a gradual real effective depreciation of the U.S. dollar, and a

Canada/U.S. exchange rate in the range of 84.5 to 87.5 cents U.S., evident since the December interest rate announcement.

The robust expansion of the global economy is still expected to decelerate to a more sustainable rate over 2007–08. As in the *October Report*, global economic growth is projected to ease from 5.1 per cent in 2006 to 4.7 per cent in 2007, and to 4.5 per cent in 2008.

In the base-case scenario for the U.S. economy, real GDP growth is expected to recover to the rate of growth in potential output in the second half of 2007 before moving slightly above potential growth through 2008. On an annual basis, growth is projected to be 2.5 per cent in 2007 and 3.2 per cent in 2008 (very close to the projection in the *October Report*).

Futures prices for crude oil and natural gas are lower than those in the *October Report*, with prices for crude oil moving up from current levels of about US\$53 per barrel to about US\$59 on average in 2007 and about US\$63 in 2008. The price index for non-energy commodities is still expected to decrease modestly over the projection period from the very high levels reached towards the end of 2006.

In the Bank's base-case projection for Canada, economic growth picks up through 2007, with quarterly growth averaging about 2 1/2 per cent at annual rates in the first half of the year and about 2 3/4 per cent in the second half. Together with the weaker growth experienced in the second half of 2006, this implies annual average growth for 2007 of 2.3 per cent. For 2008, growth is projected to continue at a pace of 2.8 per cent, in line with the growth of potential output. This implies that the economy would continue to operate near its production capacity throughout the entire projection period.

Strong domestic demand in Canada continues to be a key feature of the base-case projection (Table 1).

However, Canadian export growth is expected to remain weak in the near term, recovering gradually through 2007 and 2008. At the same time, pronounced gains in investment in machinery and equipment should boost imports further. Consequently, net exports should continue to exert a considerable drag on overall growth in 2007, with this effect diminishing over the projection period.

Table 1 Contributions to Average Annual Real GDP Growth^a Percentage points			
	2006	2007	2008
Consumption	2.2 (2.2)	1.7 (1.8)	1.7 (1.7)
Housing	0.2 (0.2)	-0.1 (-0.1)	-0.1 (-0.1)
Government	0.8 (0.8)	0.7 (0.8)	0.7 (0.7)
Business fixed investment	0.9 (1.0)	0.7 (0.7)	0.5 (0.5)
Subtotal: Final domestic demand	4.1 (4.2)	3.0 (3.2)	2.8 (2.8)
Exports	0.4 (0.6)	0.5 (0.7)	1.1 (1.1)
Imports	-1.6 (-1.9)	-1.3 (-1.4)	-1.1 (-1.1)
Subtotal: Net exports	-1.2 (-1.3)	-0.8 (-0.7)	0 (0)
Inventories	-0.2 (-0.1)	0.1 (0)	0 (0)
GDP	2.7 (2.8)	2.3 (2.5)	2.8 (2.8)

a. Figures in parentheses are from the base case presented in the *October Report*.

The inventory adjustment evident in the second half of 2006 is expected to be largely completed early in 2007 and, therefore, would no longer subtract from growth.

The projection for core inflation is little changed from that in the *October Report*. With the economy expected to remain close to its production potential and with easing housing price pressures, core inflation is expected to return to 2 per cent in the first half of 2007 and remain there throughout the projection period.

In 2007, movements in the 12-month rate of increase in the total CPI will be importantly

influenced by the GST cut in July 2006 and by developments in the markets for crude oil, gasoline, and natural gas. Total CPI inflation is expected to average just above 1 per cent in the first half of 2007, before returning to the 2 per cent target by early 2008 (Table 2).

The current level of the policy rate is consistent with achieving the 2 per cent inflation target in this base-case projection.

Table 2 Summary of the Base-Case Projection ^a						
	2006		2007			2008
	Q3	Q4	Q1	Q2	H2	
Real GDP (quarter-to-quarter percentage change at annual rates) ^b	1.7 (2.0)	1.5 (2.8)	2.4 (2.4)	2.6 (2.5)	2.8 (2.7)	2.9 (2.8)
Real GDP (year-over-year percentage change)	2.5 (2.5)	2.3 (2.6)	1.9 (2.3)	2.1 (2.4)	2.5 (2.6)	2.8 (2.8)
Core inflation (year-over-year percentage change)	2.1 (2.0)	2.2 (2.1)	2.1 (2.2)	2.0 (2.2)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	1.7 (1.7)	1.3 (1.5)	1.2 (1.4)	1.0 (1.4)	1.7 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI excluding the effect of changes in indirect taxes (year-over-year percentage change)	2.2 (2.2)	1.8 (2.0)	1.7 (1.9)	1.5 (1.9)	1.7 (2.0)	2.0 (2.0)
WTI ^c (level)	71 (71)	60 (60)	56 (63)	58 (65)	61 (66)	63 (67)

a. Figures in parentheses are from the October *Monetary Policy Report*.

b. For half and full years, the number reported is the average of the respective quarter-to-quarter percentage growth at annual rates.

c. Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 12 January 2007.

The *Monetary Policy Report* and the *Update* are available on the Bank's website at: www.bankofcanada.ca

Copies can also be obtained by contacting the Bank at:

Telephone: 1 877 782-8248; email: publications@bankofcanada.ca

Le Rapport sur la politique monétaire et la Mise à jour sont publiés dans le site Web de la Banque, à l'adresse www.banqueducanada.ca.

Vous pouvez également vous en procurer des exemplaires en communiquant avec nous. Téléphone : 1 877 782-8248, adresse électronique : publications@banqueducanada.ca.

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du Rapport sur la politique monétaire paru en octobre.
b. Dans le cas des semestres et des années complètes, le chiffre indique représente la moyenne des taux de croissance trimestriels annualisés respectifs.
c. L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermédiaire (en \$ f.-l., le baril) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 12 janvier 2007.

Tableau 2 Résumé des projections ^a							
				2006	2007	2008	
	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	
	trim.	trim.	trim.	trim.	sem.		
PIB réel	1,7	1,5	2,4	2,6	2,8	2,9	
(taux de variation trimestriel annualisé) ^b	(2,0)	(2,8)	(2,4)	(2,5)	(2,7)	(2,8)	
PIB réel	2,5	2,3	1,9	2,1	2,5	2,8	
(taux de variation en glissement annuel)	(2,5)	(2,6)	(2,3)	(2,4)	(2,6)	(2,8)	
Indice de référence	2,1	2,2	2,1	2,0	2,0	2,0	
(taux de variation en glissement annuel)	(2,0)	(2,1)	(2,2)	(2,2)	(2,0)	(2,0)	
IPC global	1,7	1,3	1,2	1,0	1,7	2,0	
(taux de variation en glissement annuel)	(1,7)	(1,5)	(1,4)	(1,4)	(2,0)	(2,0)	
IPC global corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects	2,2	1,8	1,7	1,5	1,7	2,0	
(taux de variation en glissement annuel)	(2,2)	(2,0)	(1,9)	(1,9)	(2,0)	(2,0)	
WTI ^c	71	60	56	58	61	63	
(niveau)	(71)	(60)	(63)	(65)	(66)	(67)	

On estime toutefois que la progression des exportations canadiennes restera faible à court terme, pour s'accélérer graduellement en 2007 et 2008. Parallèlement, des gains notables prévus au chapitre des investissements en machines et en matériel devraient encore contribuer à dynamiser les importations. Par conséquent, on s'attend à ce que les exportations nettes brident encore considérablement la croissance globale en 2007 et à ce que cet effet diminue au cours de la période de projection.

Le processus d'ajustement des stocks qui était manifeste au second semestre de 2006 devrait être en grande partie terminé au début de 2007, si bien qu'il ne freinerait plus l'expansion de l'économie.

Les projections relatives à l'inflation mesurée par l'indice de référence ont peu changé depuis la parution du Rapport d'octobre. Comme on s'attend à ce que l'économie

continue de tourner près de son plein potentiel et à ce que les pressions exercées par les prix des logements s'atténuent, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait revenir à 2 % au premier semestre de 2007 et se maintenir à ce niveau tout au long de la période considérée.

La diminution de la TPS entrée en vigueur en juillet 2006 ainsi que le comportement des marchés du pétrole brut, de l'essence et du gaz naturel auront une incidence importante sur l'évolution du taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global en 2007. L'inflation mesurée par cet indice devrait se situer en moyenne tout juste au-dessus de 1 % au premier semestre de 2007, puis remonter à la cible de 2 % au début de 2008 (Tableau 2).

Dans ce scénario de référence, le niveau actuel du taux directeur est compatible avec la réalisation de la cible d'inflation de 2 %.

puis aux alentours de 63 dollars E.-U. en 2008. On entrevoit encore que l'indice des prix des produits de base non énergétiques se repliera légèrement, pendant la période considérée, par rapport aux très hauts niveaux observés vers la fin de 2006.

Dans son scénario de référence pour le Canada, la Banque prévoit que l'activité économique s'accélérera au cours de 2007 et que le taux de croissance trimestriel annualisé avoisinera en moyenne 2 1/2 % au premier semestre et 2 3/4 % au second semestre. Combinées au ralentissement de l'expansion enregistrée dans les six derniers mois de 2006, ces projections impliquent que l'économie progressera à un taux annuel moyen de 2,3 % en 2007. En 2008, la croissance devrait atteindre 2,8 %, soit un rythme conforme à celui de la production potentielle. Ce scénario permet de penser que l'économie continuera de tourner près de son plein potentiel tout au long de la période de projection.

Tableau 1
Contribution à la croissance
annuelle moyenne du PIB réel^a
En points de pourcentage

	2006	2007	2008
Consommation	2,2	1,7	1,7
Logement	0,2	-0,1	-0,1
Administrations	0,8	0,7	0,7
publiques	(0,8)	(0,8)	(0,7)
Investissements fixes	0,9	0,7	0,5
des entreprises	(1,0)	(0,7)	(0,5)
Total partiel : demande	4,1	3,0	2,8
Intérieure finale	(4,2)	(3,2)	(2,8)
Exportations	0,4	0,5	1,1
Importations	-1,6	-1,3	-1,1
	(-1,9)	(-1,4)	(-1,1)
Total partiel : exportations nettes	-1,2	-0,8	0
	(-1,3)	(-0,7)	(0)
Stocks	-0,2	0,1	0
	(-0,1)	(0)	(0)
PIB	2,7	2,3	2,8
	(2,8)	(2,5)	(2,8)

a. Les chiffres entre parenthèses proviennent du scénario de référence présenté dans le *Rapport* d'octobre.

La vigueur de la demande intérieure au Canada continue de caractériser le scénario de référence (Tableau 1).

Les perspectives économiques

observé depuis le début de 2006 tient vraisemblablement à un léger ralentissement de la demande plutôt qu'à un ressassement de l'offre de crédit. Le rythme de progression du crédit aux ménages se maintient bien au-dessus de sa moyenne historique, bien qu'il ait décéléré quelque peu depuis la parution du dernier rapport. Cet essor est dû en partie à l'octroi de prêts garantis par la valeur nette des propriétés. L'expansion des agrégats monétaires au sens étroit et au sens large a continué de s'accélérer.

Durant les trois derniers mois, le cours du dollar canadien est passé d'un sommet de 89,5 cents E.-U. à un creux de près de 84,5 cents E.-U. Au nombre des causes de ce repli, mentionnons la faiblesse récente des prix de l'énergie ainsi que le tariement des flux de devises transfrontières découlant des fusions et acquisitions.

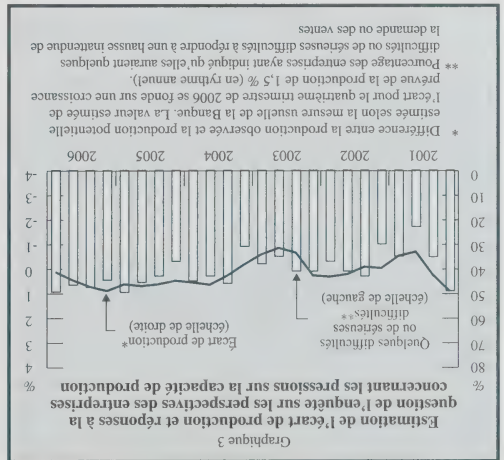
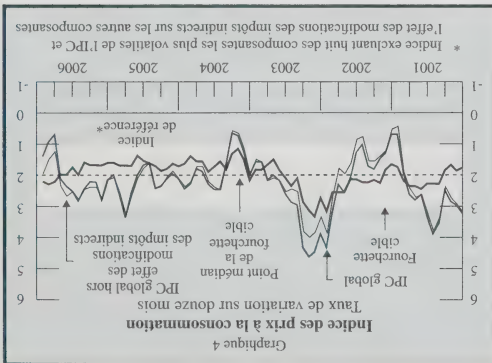
La Banque fonde son scénario de référence sur les principales hypothèses suivantes : une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours actuels des contrats à terme, une dépréciation graduelle du dollar américain en termes effectifs réels, ainsi que le maintien du cours du dollar canadien, par rapport au billet vert, dans la fourchette de 84,5 à 87,5 cents E.-U., observée depuis l'annonce de décembre du taux directeur.

On s'attend encore à ce que le vif essor de l'économie mondiale s'étienne et ce que celle-ci progresse à une cadence plus soutenable en 2007 et 2008. Comme dans le *Rapport* d'octobre, la Banque prévoit que le taux d'expansion à l'échelle du globe passera de 5,1 % en 2006 à 4,7 % en 2007, puis à 4,5 % en 2008.

Le scénario de référence concernant l'économie américaine prévoit que le rythme d'augmentation du PIB réel remontera à celui de la production potentielle au second semestre de 2007, puis le dépassera quelque peu en 2008. Le taux d'expansion annuel devrait s'établir à 2,5 % en 2007 et à 3,2 % en 2008 (des chiffres très proches de ceux projetés dans la livraison d'octobre du *Rapport*).

Les cours à terme du pétrole brut et du gaz naturel sont inférieurs à ceux envisagés en octobre. Selon les contrats à terme, le prix du baril de pétrole brut, actuellement d'environ 53 dollars E.-U., monterait à approx-

mativement 59 dollars E.-U. en moyenne en 2007,



Par contre, le taux d'augmentation sous-jacent des salaires (calculé à partir des gains horaires moyens des employés permanents), qui s'était accru plus tôt en 2006, s'est replié à 3 1/2 % durant les derniers mois. En outre, le pourcentage de firmes qui font état de pénuries de main-d'œuvre, dans l'enquête menée cet hiver par la Banque, était légèrement inférieur à la moyenne.

L'inflation et la cible de 2 %

Ces derniers mois, l'inflation mesurée par l'IPC global a été un peu moins élevée qu'on ne l'entrevoit dans le *Rapport d'octobre*. Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global est descendu tout juste au-dessous de 1 % en septembre et en octobre 2006 (Graphique 4), en raison principalement, comme on s'y attendait, de la montée temporaire des cours de l'énergie enregistrée en septembre 2005 à la suite du passage d'ouragans, ainsi que du repli inattendu des prix de l'essence et du gaz naturel. L'inflation mesurée par l'IPC global est remontée à 1,4 % en novembre, lorsque l'effet de la montée temporaire des cours de l'énergie a disparu.

De septembre à novembre 2006, l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est chiffrée en moyenne à environ 2,2 %, comparativement à 2 % en juillet et en août.

2. La réduction de la TRS entrée en vigueur en juillet 2006 a pour effet de retarder environ un demi-point de pourcentage au taux d'augmentation de l'IPC global pendant un an.

Dans ces circonstances, les conditions de financement continuent d'être favorables au Canada. Les institutions et les marchés financiers sont toujours disposés à prêter aux entreprises, ces dernières bénéficiant encore d'une forte rentabilité et de bilans solides dans leur ensemble. Le taux de croissance du crédit qui leur est consenti se situe près de sa moyenne historique, et le modeste recul

Les marchés financiers et les conditions du crédit

Les taux d'intérêt à long terme, la volatilité des marchés et les écarts de rendement sont demeurés faibles dans la plupart des pays. De plus, un grand nombre d'indices boursiers ont récemment enregistré leurs plus hauts niveaux depuis des années, voire des sommets jamais atteints auparavant.

Dans ces circonstances, les conditions de financement continuent d'être favorables au Canada. Les institutions et les marchés financiers sont toujours disposés à prêter aux entreprises, ces dernières bénéficiant encore d'une forte rentabilité et de bilans solides dans leur ensemble. Le taux de croissance du crédit qui leur est consenti se situe près de sa moyenne historique, et le modeste recul

Rapport d'octobre. Les cours du pétrole et du gaz naturel se sont toutefois repliés dernièrement, en raison du temps inhabituellement doux que connaît l'Amérique du Nord.

Après s'être inscrit en forte hausse au début de 2006, le rythme de croissance du PIB réel américain s'est modéré. Cette décélération a résulté surtout d'un recul marqué des investissements dans la production de véhicules automobiles. De façon plus générale, la nécessité d'ajuster les stocks restreint aussi la production manufacturière, et les investissements des entreprises sont un peu moins robustes qu'on ne l'avait d'abord escompté. Cependant, les ajustements qui s'opèrent dans les secteurs du logement et de l'automobile n'ont pas eu de retombées importantes sur le reste de l'économie américaine. Les dépenses des ménages sont demeurées vigoureuses, soutenues par la progression constante de

l'emploi dans le secteur des services.

L'activité économique au Canada

La croissance de la production s'est affaiblie au Canada, dans la foulée du ralentissement de l'économie américaine. Le PIB réel a crû à un taux annualisé de 1,7 % au troisième trimestre. Bien que ce résultat soit légèrement inférieur à celui projeté dans le Rapport d'octobre, le niveau du PIB réel pour ce trimestre a été conforme aux prévisions, du fait d'une révision à la hausse des chiffres de la croissance au premier trimestre. D'après les données disponibles, la progression du PIB réel au quatrième trimestre de 2006 s'est probablement établie à quelque 1,5 %, comparativement au taux de 2,8 % anticipé en octobre.

Ce fléchissement du rythme d'expansion au second semestre de 2006 était attribuable principalement au tassement de la demande américaine de matériaux de construction et de véhicules automobiles, qui a eu une incidence négative sur les exportations du Canada, et à la nécessité pour les entreprises du pays d'ajuster leurs stocks. Cet ajustement semble avoir été lié en bonne partie, mais pas entièrement, à la diminution de la demande de biens canadiens aux États-Unis.

La demande intérieure finale reste le principal moteur de la croissance du PIB au Canada (Graphique 2). La vigueur du marché du travail et les gains au chapitre du revenu disponible réel des particuliers, conjugués à la

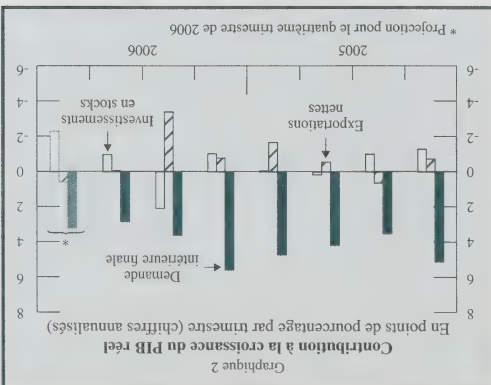
hausse de l'avoir net des ménages et des crédits aux ménages, ont continué de favoriser un vigoureux essor des dépenses de consommation.

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production, le Conseil de direction est d'avis que l'économie tournait à un niveau équivalent ou tout juste supérieur à celui de son plein potentiel au quatrième trimestre de 2006.

Un certain nombre d'indicateurs donnent à penser que l'économie fonctionnait au-dessus de sa capacité de production. Selon les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet hiver, la proportion des firmes ayant signalé qu'elles auraient de la difficulté à faire face à une hausse inattendue de la demande était toujours au-dessus de la moyenne (Graphique 3). La mesure dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production indique que l'économie tournait à un niveau tout juste supérieur à son plein potentiel au quatrième trimestre¹. En décembre, le ratio de l'emploi à la population s'est maintenu à un très haut niveau par rapport à ce qu'il a été dans le passé, et le taux de chômage était à son plus bas niveau en 30 ans. L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est établie un peu au-dessus de 2 % au cours des derniers mois.

1. Le taux d'augmentation de la capacité de production des dernières années, estimé au moyen de la mesure dont se sert habituellement la Banque, a été revu légèrement à la baisse, en partie à cause de l'incidence de la faible progression observée de la productivité du travail sur le taux de croissance tendanciel estimé de



À la faveur du dynamisme persistant de la demande mondiale, les prix des produits de base sont restés élevés depuis la parution du

La croissance de l'économie mondiale est restée robuste depuis la publication du *Rapport d'octobre*. L'expansion économique dans la zone euro au cours des derniers mois a été un peu plus forte que prévu, et l'essor de l'activité continue de dépasser les attentes en Chine. Au Japon, les investissements des entreprises et les exportations demeurent vigoureux, mais les dépenses de consommation des ménages sont relativement faibles. Le raffermissement de la demande dans les pays d'outre-mer, en particulier au titre des investissements des entreprises, ainsi que la modeste dépréciation du dollar américain (en termes effectifs réels) au cours de la dernière année et demie soutiennent encore les exportations des États-Unis. Cette évolution est conforme aux projections de la Banque, qui supposent que les déséquilibres mondiaux se résorberont de façon ordonnée.

L'évolution économique et financière récente

La conjoncture internationale

La Banque a laissé le taux cible du financement à un jour inchangé à 4,25 % le 5 décembre 2006 et le 16 janvier 2007 (Craplique 1). À la lumière des perspectives qu'elle entrevoit, la Banque juge, à l'heure actuelle,

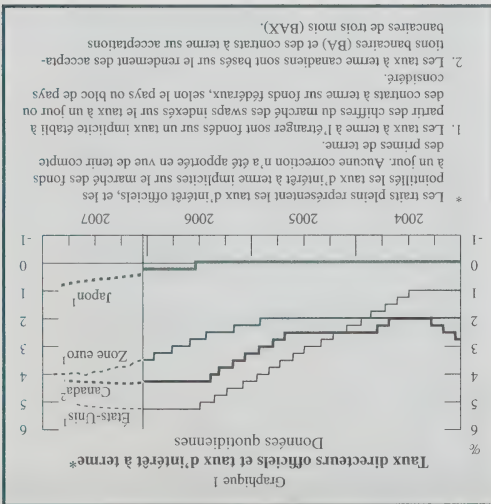
Le plus, une incertitude considérable l'échelle internationale.

Il subsiste une mince possibilité que la résorption des déséquilibres mondiaux devienne désordonnée, en l'absence de nouvelles mesures de politique appropriées à

La Banque juge que les risques qui entourent sa projection au sujet de l'inflation sont relativement équilibrés. Le plus important risque à la baisse tient toujours au fait que le rythme d'expansion de l'économie américaine pourrait être plus faible que prévu. Le principal risque à la hausse est lié à la progression des prix des logements et à l'augmentation des dépenses financières au moyen de prêts garantis par la valeur nette des propriétés. Ces risques, tant à la hausse qu'à la baisse, ont toutefois diminué quelque peu depuis la parution du *Rapport d'octobre*.

La trajectoire de l'inflation mesurée par l'IPC global restera influencée par les mouvements des cours de l'énergie et, pendant la première moitié de 2007, par l'effet de la réduction de la taxe sur les produits et services (TPS) entrée en vigueur l'an passé. Si les prix de l'énergie connaissent une évolution conforme aux cours actuels des contrats à terme, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait descendre à 1 % environ au premier semestre de 2007, puis remonter à la cible de 2 % au début de 2008. Étant donné que l'économie fonctionne près de son plein potentiel et que les pressions à la hausse exercées par les prix des logements sont un peu moins intenses, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait retourner à 2 % dans la première moitié de 2007 et s'y maintenir tout au long de la période de

L'activité observée au second semestre de 2006, 2007 et de 2,8 % en 2008.





Rapport sur la politique monétaire

Mise à jour

Janvier 2007

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondée sur l'information reçue au 16 janvier 2007.

Vue d'ensemble

L'économie mondiale continue de connaître un essor robuste. La croissance a toutefois ralenti aux États-Unis en 2006, la faiblesse de l'activité ayant été concentrée dans les secteurs de l'automobile et du logement. Cette atonie ne semble pas s'être propagée au reste de l'économie américaine, et, comme des signes montrent que l'ajustement en cours dans ces secteurs a déjà été opéré en grande partie, on s'attend à une accélération du rythme d'expansion dans ce pays.

En raison de la baisse de la demande d'exportations canadiennes et de la nécessité d'ajuster les stocks, la croissance de la production au pays a ralenti plus fortement qu'on ne l'avait anticipé dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*, et a avoisiné probablement 1,6 % en moyenne au second semestre de l'an dernier. La Banque estime qu'à la fin de 2006, l'économie canadienne fonctionnerait à un niveau équivalent ou tout juste supérieur à sa capacité de production.

Le taux d'augmentation du PIB réel devrait se situer en moyenne à environ 2 1/2 % au premier semestre de 2007, puis s'élever à approximativement 2 3/4 % au semestre suivant. En 2008, le rythme d'expansion devrait demeurer conforme à celui de la production potentielle (estimé à 2,8 %), de sorte que l'économie continuera de tourner près de son plein potentiel durant toute la période considérée. Compte tenu de la faiblesse de

Faits saillants

- On estime que l'économie canadienne tournerait à un niveau équivalent ou tout juste supérieur à sa capacité de production à la fin de 2006, après avoir enregistré une croissance plus faible que prévu au second semestre de l'année.
- La Banque s'attend à ce que l'économie canadienne continue de fonctionner près de son plein potentiel tout au long de 2007 et de 2008.
- L'inflation mesurée par l'IPC global devrait se situer en moyenne tout juste au-dessus de 1 % au premier semestre de 2007, puis retourner à la cible de 2 % en 2008, alors que l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait revenir à 2 % dans la première moitié de 2007 et y rester.
- Les risques qui pèsent sur la projection de la Banque en matière d'inflation demeurent relativement équilibrés, mais ont diminué quelque peu depuis la parution du *Rapport d'octobre*.
- La Banque juge, à l'heure actuelle, que son taux directeur se trouve à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation.



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Gov't Publications

Monetary Policy Report Update

July 2007

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's updated outlook based on information received up to 10 July 2007.

Overview

Economic growth and inflation in Canada in the first half of this year have been stronger than expected in the April *Monetary Policy Report*. Final domestic demand has remained the key driver of economic growth in Canada, bolstered by firm commodity prices. The Bank judges that the economy is now operating further above its production potential than was projected at the time of the April *Report*. Both total CPI and core inflation have been higher than projected in April and are above the 2 per cent inflation target. Longer-term interest rates have increased, and the Canadian dollar has appreciated sharply, moving well above the trading range assumed in the last *Report*.

The Canadian economy is now projected to grow by 2.5 per cent in 2007, somewhat stronger than was expected in April, and to grow somewhat more slowly in 2008 and 2009 than previously projected. In this new projection, higher interest rates across the yield curve and a higher assumed range for the Canadian dollar of 93 to 95.5 cents U.S. act to moderate growth in 2008 and 2009 to an average of about 2 1/2 per cent. This brings aggregate demand and supply back into balance in 2009.

Inflation is projected to be slightly higher and more persistent than in the April *Report*. However, as excess demand

diminishes, total CPI and core inflation should decline to 2 per cent by early 2009. Also contributing to the decline in inflation are greater downward pressure on import prices related to the stronger Canadian dollar, and continued deceleration in the pace of price increases for new houses. With the direct effect of the GST cut ending and the impact of the temporary easing in gasoline prices in late 2006, total

Highlights

- The Canadian economy is operating further above its potential than was projected in the April *Report*.
- The Bank projects average annual economic growth of about 2 1/2 per cent through 2009, with the economy returning to its production potential in 2009.
- Inflation is projected to be slightly higher than in the April *Report*, returning to the 2 per cent target by early 2009.
- There are both upside and downside risks to the projection for inflation, and these appear to be roughly balanced.
- In line with the Bank's outlook, some modest further increase in the policy rate may be required.

inflation is projected to peak at about 3 per cent in the fourth quarter of this year.

The Bank's new projection for inflation is subject to both upside and downside risks. The main upside risk is that household demand in Canada could be stronger than projected, which could attenuate the downward pressure on inflation from lower import prices and from the deceleration in the pace of price increases for new houses. Higher levels of household borrowing and broad money growth point to this risk. On the downside, the adjustment in the Canadian economy to the rapid appreciation of the Canadian dollar may dampen demand for Canadian goods and services and reduce inflationary pressures more than projected. As well, the ongoing adjustment in the U.S. housing sector could be more prolonged, and this could spill over to the U.S. economy more broadly, further dampening Canadian exports. Overall, the upside and downside risks to the Bank's projection for inflation appear to be roughly balanced.

In line with this outlook, the Bank of Canada raised its key policy interest rate to 4.5 per cent on 10 July. Some modest further increase in the overnight rate may be required to bring inflation back to target over the medium term.

Recent Economic Developments

Global Developments

Economic growth outside North America has generally been more robust than expected at the time of the *April Report*. Emerging-market economies, particularly China and India, continue to outperform expectations. Over the past few months, the economic expansion in Europe and Japan has also been stronger than anticipated, with further strengthening in domestic demand.

The U.S. economy has evolved essentially in line with expectations. Following a weaker-than-anticipated first quarter, growth looks to have rebounded in the second

quarter. Activity in the housing sector continues to decrease, but business investment appears to be regaining momentum. Moreover, growth in household consumption has remained firm, suggesting that there has been no significant spillover from the ongoing adjustment in the housing sector. In general, most of the recent data have been consistent with a return of the economy to near potential growth, while U.S. inflation has moderated somewhat.

With ongoing strength in global demand and concerns about supplies, oil prices have moved higher. Other commodity prices have generally remained high, largely in line with the assumptions in the *April Report*.

Canadian Economic Activity

In Canada, economic growth picked up markedly in the first quarter of 2007, with real GDP increasing at an annual rate of 3.7 per cent. This was stronger than the 2.5 per cent growth projected in the *April Report*. In spite of the weak growth in the U.S. economy in the first quarter of 2007, Canada's export volumes were higher than expected. Inventory investment was also higher than projected.

Final domestic demand continued to be the key driver of economic growth in Canada in the first quarter. Real personal disposable income rose substantially, owing mainly to strong growth in employment. The net worth of households also continued to rise, partly reflecting the impact of the strength in Canada's terms of trade. This was accompanied by further strong growth in household credit. These developments underpinned a considerable increase in household spending. Furthermore, the inventory correction that had been a significant drag on growth in the last half of 2006 was completed by early 2007.

Based on available information, real GDP appears to have increased at an annual rate of 2.8 per cent in the second quarter of 2007, higher than the 2.3 per cent rate projected in

the April Report. In particular, both consumer spending and exports showed strong momentum early in the quarter.

Estimated Pressures on Capacity

Several indicators suggest that the amount of excess demand in the Canadian economy increased in the second quarter of 2007 relative to that expected at the time of the April Report. In the Bank's latest *Business Outlook Survey*, the percentage of companies reporting that they would have difficulty in meeting an unanticipated increase in demand rose to the highest level since mid-2000 (Chart 1). The Bank's conventional measure of the output gap indicates that the economy was operating about 0.6 per cent above its production capacity in the second quarter of 2007, noticeably higher than projected in the April Report.¹

A number of indicators continue to suggest tightness in labour markets, and measures of underlying labour costs have increased somewhat. The employment-to-population ratio is at a record high, and the unemployment rate is at a 33-year low. However, the percentage of firms reporting labour shortages in the recent *Business Outlook Survey* declined.

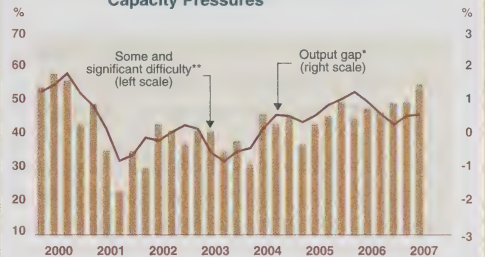
After reviewing all the indicators of capacity pressures, the Governing Council judges that, overall, the economy was operating about half a per cent above its production capacity in the second quarter of 2007.

Inflation and the 2 Per Cent Target

Inflation has been higher than projected in the April Report and the January Update. This is consistent with evidence of greater excess demand in the Canadian economy. It also reflects some relative price movements.

1. The estimated level of excess demand in the second quarter of 2007 is close to 0.5 percentage points higher than projected in the April Report. This increase reflects a rise in the projected level of real GDP in the second quarter of about 0.25 per cent and a decrease in the estimated level of production capacity of about 0.2 per cent, largely reflecting ongoing weakness in labour productivity.

Chart 1 Estimated Output Gap and the Response to Business Outlook Survey Question on Capacity Pressures



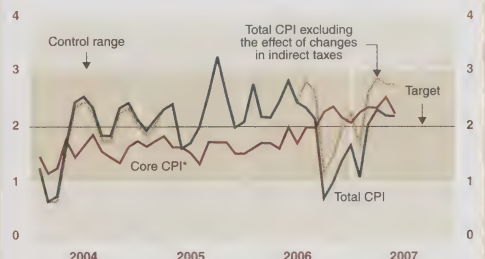
* Difference between actual output and estimated potential output based on the Bank's conventional measure. The estimate for the second quarter of 2007 is based on a projected rise in output of 2.8 per cent (at annual rates) for the quarter.

** Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales

The 12-month rate of increase in the total CPI moved up from 1.8 per cent in the first quarter of 2007 to 2.2 per cent in April and May (Chart 2). This higher-than-projected rise in the total CPI resulted from the higher-than-expected core rate of inflation and from further increases in the prices of some of the volatile components. Gasoline prices were higher, chiefly because of refinery closures and unexpected strength in demand. Fruit and vegetable prices were also higher.

Chart 2 Consumer Price Index

Year-over-year percentage change



* CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

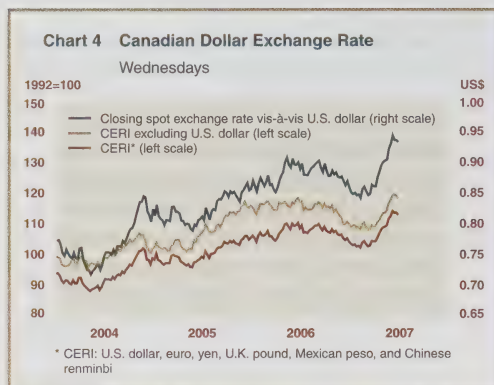
The core rate of inflation averaged 2.4 per cent in April and May, 0.2 percentage points higher than projected for the second quarter in the *April Report*. The rate of increase in the prices for core services excluding shelter has risen, reflecting strong demand pressures. Prices and markups for clothing and other semi-durable goods have also been higher than expected. Increases in shelter costs, while remaining relatively high, have continued to ease, largely as expected, reflecting a deceleration in price increases for new houses.

Financial Markets and Credit Conditions

Since the *April Report*, longer-term interest rates have increased in many economies (Chart 3). The increase largely reflects expectations of higher real interest rates, consistent with the outlook for continued strong global economic growth. Expectations for policy rates have also generally moved up.

In Canada, growth in household credit remains robust, and growth in business credit has moved above its historical average since the *April Report*. Monetary aggregates have also grown robustly.

The Canadian dollar has appreciated sharply, trading between 93 and 95.5 cents U.S. since the May policy announcement



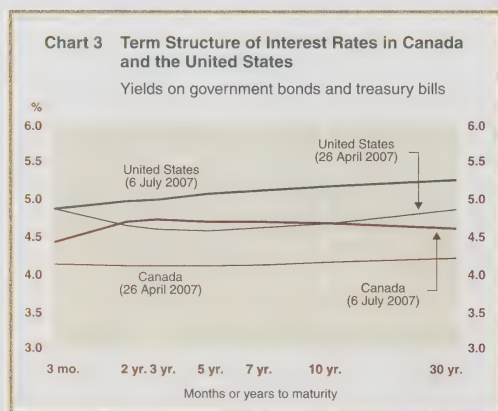
(Chart 4). The current value of the Canadian dollar is well above the range of 86.5 to 89.5 cents U.S. assumed in the projection in the *April Report*. Much of this appreciation reflects the strength of demand for Canadian goods and services and continuing firm commodity prices. However, the currency appears to have moved more strongly in response to these factors than historical experience would suggest.

The Economic Outlook

The Bank's base-case projection incorporates the following key assumptions: a gradual and orderly resolution of global imbalances, energy prices evolving in line with current futures prices, and a Canada/U.S. exchange rate in the range of 93 to 95.5 cents U.S. observed since the May policy announcement.

The outlook for the global economy is slightly stronger than in the *April Report*, with growth expected to remain robust over the next three years. Some deceleration is still expected, as global excess supply is reduced and as the impact of ongoing monetary policy tightening is felt. Global economic growth is projected to ease from 5.0 per cent in 2007 to 4.8 per cent in 2008, and to 4.6 per cent in 2009.

The projection for the U.S. economy is little changed from that in the *April Report*. GDP growth is expected to slow from about 3.3 per cent in 2006 to about 2.1 per cent in



2007. Lower residential investment is likely to continue to reduce GDP growth over the coming quarters. However, U.S. exports should be supported by stronger growth in domestic demand in other countries and by a depreciating U.S. dollar, and business investment is picking up. GDP growth is projected to be about 3 per cent in 2008 and 2009.

Futures prices for crude oil have increased relative to those in the *April Report*. The price index for non-energy commodities is at a high level and is still expected to ease gradually over the projection period.

In the Bank's projection for Canada, GDP growth is somewhat stronger in 2007 and somewhat weaker in 2008 and 2009 than was projected in the *April Report*. Quarterly growth is expected to average about 2 3/4 per cent at annual rates for the final three quarters of this year and about 2 1/2 per cent through 2008 and 2009 (Table 1).

Final domestic demand in Canada is expected to remain the key driver of economic growth over the projection period, supported by the strength of Canada's terms of trade and high levels of employment (Table 2). Growth in investment in machinery and equipment should continue to boost imports. Although the gradual strengthening of the U.S. economy over the projection period is supportive of Canadian exports, export growth is expected to be weaker than previously projected owing to the higher Canadian dollar. On balance, net exports are expected to subtract from growth in 2008 and 2009.

Compared with the *April Report*, this projection includes higher interest rates across the yield curve and a higher exchange rate, both of which act to moderate growth and bring aggregate demand and supply in Canada back into balance in 2009.²

2. The assumption for potential output growth remains unchanged from that used in the *April Report*, at 2.8 per cent in both 2007 and 2008 and at 2.7 per cent in 2009.

Table 1

Summary of the Base-Case Projection^a

	2007				2008		2009
	Q1	Q2	Q3	Q4	H1	H2	
Real GDP (quarterly growth or average quarterly growth, at annual rates) ^b	3.7 (2.5)	2.8 (2.3)	2.7 (2.5)	2.6 (2.7)	2.6 (2.8)	2.4 (2.8)	2.5 (2.7)
Real GDP (year-over-year percentage change)	2.0 (2.0)	2.3 (2.1)	2.6 (2.2)	2.9 (2.5)	2.6 (2.6)	2.5 (2.8)	2.4 (2.7)
Core inflation (year-over-year percentage change)	2.3 (2.3)	2.4 (2.2)	2.3 (2.1)	2.2 (2.0)	2.2 (2.0)	2.1 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	1.8 ^c (1.9)	2.3 (1.9)	2.6 (2.3)	3.0 (2.8)	2.4 (2.2)	2.1 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI (excluding the effect of changes in indirect taxes) (year-over-year percentage change)	2.3 ^c (2.4)	2.8 (2.4)	2.7 (2.3)	3.0 (2.8)	2.4 (2.2)	2.1 (2.0)	2.0 (2.0)
WTI ^d (level)	58 (58)	65 (64)	71 (67)	71 (69)	72 (70)	73 (70)	73 (70)

a. Figures in parentheses are from the *April Monetary Policy Report*.

b. For half and full years, the number reported is the average of the respective quarter-to-quarter percentage growth at annual rates.

c. Revisions to the year-over-year percentage change in the first quarter of 2007 for both the total CPI and the total CPI excluding the effect of changes in indirect taxes are the result of rounding effects associated with the change in the CPI base year from 1992 to 2002.

d. Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 6 July 2007.

The projection for core inflation for 2007 and 2008 is slightly higher than in the *April Report* (Table 1). Greater excess demand than was expected in April is projected to keep core inflation above 2 per cent for a longer period. But three factors should bring core inflation back to 2 per cent by early 2009. First, with economic activity moderating somewhat in 2008 and 2009, excess demand pressures are slowly worked off. Second, with the stronger Canadian dollar, downward pressure on inflation from lower import prices is expected to be a little greater than earlier projected. And finally, the

contribution to inflation coming from price increases for new houses is expected to continue to decline.

The projected path for the 12-month rate of increase in the total CPI reflects the revised outlook for the core rate, expectations for energy prices, and the effect of past changes in indirect taxes. With the higher futures prices for oil and the direct effect of the GST cut on inflation ending, total CPI inflation is projected to rise further in the second half of this year. Considerable year-over-year increases in gasoline prices, owing partly to the impact of the temporary easing in gasoline prices in late 2006, will cause total CPI inflation to peak in the fourth quarter at about 3 per cent. CPI inflation is then expected to decline, reaching the 2 per cent target by early 2009.

Table 2
Contributions to Average Annual Real GDP Growth^a
Percentage points

	2006	2007	2008	2009
Consumption	2.3 (2.2)	2.1 (1.8)	1.9 (1.6)	1.8 (1.7)
Housing	0.1 (0.2)	0.1 (-0.1)	-0.1 (-0.1)	-0.1 (0)
Government	0.8 (0.8)	0.6 (0.6)	0.7 (0.7)	0.6 (0.6)
Business fixed investment	1.2 (1.1)	0.6 (0.7)	0.6 (0.5)	0.4 (0.4)
Subtotal: Final domestic demand	4.4 (4.3)	3.4 (3.0)	3.1 (2.7)	2.7 (2.7)
Exports	0.3 (0.5)	0.6 (0.4)	0.9 (1.3)	0.9 (1.0)
Imports	-1.6 (-1.7)	-1.4 (-1.3)	-1.5 (-1.3)	-1.2 (-1.0)
Subtotal: Net exports	-1.3 (-1.2)	-0.8 (-0.9)	-0.6 (0)	-0.3 (0)
Inventories	-0.3 (-0.4)	-0.1 (0.1)	0.1 (0)	0 (0)
GDP	2.8 (2.7)	2.5 (2.2)	2.6 (2.7)	2.4 (2.7)

a. Figures in parentheses are from the projection presented in the April Report.

The *Monetary Policy Report* and the *Update* are available on the Bank's website at: www.bankofcanada.ca

Copies can also be obtained by contacting the Bank at:
Telephone: 1 877 782-8248; email: publications@bankofcanada.ca

canadien. Dans l'ensemble, on s'attend à ce que les exportations nettes freinent la croissance en

2008 et 2009.

Comparativement à celui figurant dans le

Rapport d'avril, le présent scénario prévoit un

niveau plus élevé des taux d'intérêt dans tous

les segments de la courbe et une appréciation

du dollar canadien, deux facteurs qui contri-

buent à modérer la croissance et à rétablir

l'équilibre entre l'offre et la demande globales

au Canada en 2009².

Les chiffres projetés relativement à l'infla-

tion mesurée par l'indice de référence pour

2007 et 2008 sont légèrement plus élevés

que ceux avancés dans le Rapport d'avril

(Tableau 1). Une demande excédentaire supé-

rieure à celle anticipée en avril devrait maintenir

l'inflation mesurée par l'indice de référence

au-dessus de 2 % pendant une plus longue

période. Toutefois, trois facteurs devraient

ramener le taux d'accroissement de cet indice

à 2 % d'ici le début de 2009. Premièrement, les

pressions émanant de la demande excédén-

taire devraient se résorber lentement sous

l'effet du léger ralentissement de l'activité éco-

nomique en 2008 et 2009. Deuxièmement,

compte tenu du raffermissement du dollar

canadien, la pression à la baisse que le recul

des prix des biens importés fait peser sur

l'inflation devrait être un peu plus forte que

prévu antérieurement. Enfin, on s'attend à ce

que l'incidence de la hausse des prix des maisons

neuves sur l'inflation s'atténue encore.

La trajectoire projetée du taux d'augmen-

tation sur douze mois de l'IPC global reflète le

nouveau scénario concernant l'indice de réfè-

rence, les attentes relatives aux prix de l'énergie

et l'effet des modifications apportées aux

impôts indirects dans le passé. Comme les

cours à terme du pétrole ont monté et que

l'effet direct de la baisse de la TPS sur l'infla-

2. L'hypothèse concernant les taux d'augmentation de la production potentielle demeure inchangée comparativement à celle présentée dans le Rapport d'avril, soit 2,8 % pour 2007 et 2008 et 2,7 % pour 2009.

Le Rapport sur la politique monétaire et la Mise à jour sont publiés dans le site Web de la Banque, à

l'adresse www.banqueducanada.ca.

Vous pouvez également vous en procurer des exemplaires en communiquant avec nous. Téléphone : 1 877 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca.

tion cessera de se faire sentir, cette mesure de l'inflation devrait continuer d'augmenter au second semestre de cette année. En raison du fort taux d'accroissement en glissement annuel des prix de l'essence, attribuable notamment à l'incidence du repli temporaire de ces prix à la fin de 2006, l'inflation mesurée par l'IPC global culminera à environ 3 % au quatrième trimestre. Elle devrait ensuite redescendre pour atteindre la cible de 2 % au début de 2009.

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la projection présentée dans le Rapport d'avril.

Tableau 2		Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel ¹													
		En points de pourcentage													
		2006	2007	2008	2009	Consommation	Logement	Administrations publiques	Investissements fixes des entreprises	Total partiel : demande interne finale	Exportations	Importations	Total partiel : exportations nettes	Stocks	PIB
		2,3	2,1	1,9	1,8	(2,2)	(1,8)	(1,6)	(1,7)	0,1	-0,1	-0,1	(-0,1)	0	2,8
						(0,2)	(-0,1)	(-0,1)	(0,4)	0,1	0,1	-0,1	(-0,4)	(0,1)	(2,7)
						0,8	0,6	0,7	(0,6)	0,6	0,9	-1,4	-1,3	-0,3	2,5
						(0,8)	(0,6)	(0,7)	(0,6)	(4,9)	0,3	-1,6	-1,3	-0,3	(2,2)
						1,2	0,6	0,6	(0,7)	(4,9)	0,6	-1,4	-0,8	-0,1	2,6
						(1,1)	(0,7)	(0,5)	(0,4)	(4,9)	0,9	-1,5	-0,6	0,1	(2,7)
						(0,4)	0,4	0,6	(0,5)	2,7	0,9	-1,2	-0,3	0	2,4
						(0,6)	(0,6)	(0,7)	(0,5)	(2,7)	(1,0)	(-1,0)	(-0,3)	(0)	(2,7)

Les perspectives économiques

La Banque fonde sa projection sur les principales hypothèses suivantes : une résorption graduelle et ordonnée des déséquilibres mondiaux, une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours actuels des contrats à terme, ainsi que le maintien du cours du dollar canadien, par rapport au billet vert, dans la fourchette de 93 à 95,5 cents B.-U., observée depuis l'annonce de mai du taux directeur.

Les perspectives concernant l'économie mondiale sont légèrement plus favorables qu'on ne l'entrevoitait dans le *Rapport* d'avril, la croissance s'annonçant robuste au cours des trois prochaines années. Un certain ralentissement est encore prévu, à mesure que l'offre excédentaire mondiale se contractera et que l'incidence du resserrement continu des politiques monétaires se fera sentir. Le taux d'expansion économique à l'échelle du globe devrait passer de 5,0 % en 2007 à 4,8 % en 2008, puis à 4,6 % en 2009.

La projection relative à l'économie américaine a peu changé comparativement à celle présentée dans le *Rapport* d'avril. On s'attend à ce que le rythme d'augmentation du PIB passe de quelque 3,3 % en 2006 à environ 2,1 % en 2007. La réduction des investissements dans la construction résidentielle continuera vraisemblablement de ralentir la croissance du PIB au cours des prochains trimestres. Toutefois, les exportations américaines devraient bénéficier du raffermissement de la demande intérieure dans d'autres pays et de la dépréciation du dollar B.-U., et les investissements des entreprises progressent. La croissance du PIB devrait s'établir à environ 3 % en 2008 et 2009.

Les cours à terme du pétrole brut sont supérieurs à ceux indiqués dans le *Rapport* d'avril. L'indice des prix des produits de base non énergétiques se situe à un haut niveau, et on pense encore qu'il se repliera graduellement pendant la période considérée. Dans sa projection pour le Canada, la Banque prévoit que la progression du PIB sera un peu plus rapide en 2007 et un peu plus lente en 2008 et 2009 qu'envisagé dans le *Rapport* d'avril. Le taux de croissance trimestriel annualisé devrait avoisiner en moyenne 2 3/4 % au cours des trois derniers trimestres de cette année et 2 1/2 % tout au long de 2008 et de 2009 (Tableau 1).

Tableau 1
Résumé des projections selon le scénario de référence^a

	2007			2008			2009
	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} sem.	2 ^e sem.	
PIB réel (taux de croissance trimestriels) ^b	3,7	2,8	2,7	2,6	2,6	2,4	2,5
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	(2,0)	(2,1)	(2,2)	(2,5)	(2,7)	(2,8)	(2,7)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	(2,3)	(2,2)	(2,1)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)
IPC global	1,8 ^c	2,3	2,6	3,0	2,4	2,1	2,0
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	(1,9)	(1,9)	(2,3)	(2,8)	(2,2)	(2,0)	(2,0)
IPC global corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	2,3 ^c	2,8	2,7	3,0	2,4	2,1	2,0
WTI ^d (niveau)	58	65	71	71	72	73	73
(taux de variation en glissement annuel)	(2,4)	(2,4)	(2,3)	(2,8)	(2,2)	(2,0)	(2,0)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la projection présentée dans le *Rapport* d'avril.

- b. Dans le cas des semestres et des années complètes, le chiffre indiqué représente la moyenne des taux de croissance trimestriels annualisés respectifs.
- c. Les modifications apportées aux taux de variation en glissement annuel de l'IPC global et de l'IPC global corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects au premier trimestre de 2007 résultent de l'arrondissement associé au changement de l'année de base de l'IPC de 1992 à 2002.
- d. L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediat (en \$ E.-U. le baril) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 6 juillet 2007.

La demande intérieure finale devrait demeurer le principal moteur de la croissance économique au pays durant la période de projection, à la faveur de la bonne tenue des termes de l'échange du Canada et des chiffres élevés de l'emploi (Tableau 2). La hausse des investissements en machines et matériel devrait encore contribuer à dynamiser les importations. Même si le redressement progressif de l'économie américaine au cours de la période considérée est propice aux exportations canadiennes, l'expansion de celles-ci devrait être plus faible qu'anticipé antérieurement en raison de l'appréciation du dollar

publication du *Rapport* d'avril. La tenue des pays à marché émergent, en particulier la Chine et l'Inde, dépasse encore les prévisions. En Europe et au Japon, l'expansion de l'activité au cours des derniers mois a aussi été plus vive qu'espérée, et le ralentissement de la demande intérieure s'est poursuivi.

L'évolution de l'économie américaine a été essentiellement conforme aux attentes. Après avoir été plus faible que prévu au premier trimestre, la croissance semble avoir repris au deuxième trimestre. L'activité continue de ralentir dans le secteur du logement, mais les investissements des entreprises regagnent rapidement de la vigueur. De plus, la progression des dépenses des ménages est demeurée solide, ce qui donne à penser que l'ajustement en cours dans le secteur du logement n'a pas eu de retombées notables. Dans l'ensemble, la plupart des données récentes sont compatibles avec le retour de l'économie à un niveau proche de son potentiel de croissance, et l'inflation a reculé quelque peu aux États-Unis.

Sous l'effet de la vigueur soutenue de la demande mondiale et des préoccupations liées aux approvisionnementnements, les cours du pétrole ont augmenté. Les prix des autres produits de base sont demeurés généralement élevés, en gros comme on s'y attendait dans le *Rapport* d'avril.

L'activité économique au Canada

La croissance de l'économie canadienne s'est nettement accélérée au premier trimestre de 2007, le PIB réel ayant progressé à un taux annuel de 3,7%. Ce chiffre est plus élevé que celui de 2,5% anticipé dans le *Rapport* d'avril. Malgré la faible expansion de l'économie américaine au premier trimestre de 2007, le volume des exportations canadiennes a été plus important qu'espéré. Les investissements en stocks ont aussi été supérieurs aux prévisions.

La demande intérieure finale est restée le principal moteur de la croissance économique au Canada durant le premier trimestre. Le revenu disponible réel des particuliers a augmenté de façon marquée, principalement en raison de la forte montée de l'emploi. L'avoir net des ménages a également continué de croître, grâce notamment à la bonne tenue des termes de l'échange du Canada. Parallèlement, le vi-

à 2% au début de 2009. Les autres facteurs qui contribueront au recul de l'inflation sont la plus forte pression à la baisse que l'appréciation du dollar canadien exerce sur les prix des importations, et le ralentissement continu du rythme d'augmentation des prix des maisons neuves. Par suite de la disparition de l'effet direct de la réduction de la TPS, et compte tenu de l'incidence du repli temporaire des prix de l'essence à la fin de 2006, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait culminer à environ 3% au quatrième trimestre de 2007.

Des risques, tant à la hausse qu'à la baisse, pèsent sur la nouvelle projection de la Banque en matière d'inflation. Le plus important risque à la hausse tient à la possibilité que la demande des ménages au Canada se révèle plus forte que prévu, ce qui pourrait atténuer la pression à la baisse exercée sur l'inflation par la diminution des prix des importations et par la décelération du rythme d'augmentation des prix des maisons neuves. La montée des emprunts des ménages et la croissance plus rapide de la monnaie au sens large laissent entrevoir ce risque. Du côté des risques à la baisse, l'ajustement de l'économie du pays à la rapidité d'appréciation du dollar canadien pourrait modérer la demande de biens et de services canadiens et réduire plus que prévu les pressions inflationnistes. De plus, l'ajustement en cours dans le secteur du logement aux États-Unis pourrait se prolonger, ce qui pourrait avoir des retombées plus généralisées sur l'économie américaine et limiter davantage l'expansion des exportations canadiennes. Dans l'ensemble, les risques à la hausse et à la baisse qui entourent la projection de la Banque en matière d'inflation semblent relativement équilibrés.

Compte tenu de ces perspectives, la Banque a porté son taux directeur à 4,5% le 10 juillet. Elle estime qu'elle pourrait devoir relever encore quelque peu le taux cible du financement à un jour afin de ramener l'inflation à la cible à moyen terme.

L'évolution économique récente

La conjoncture internationale

À l'extérieur de l'Amérique du Nord, la croissance économique a généralement été plus

Rapport sur la politique monétaire

Mise à jour

juillet 2007

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondée sur l'information reçue au 10 juillet 2007.

L'inflation devrait être légèrement plus élevée et plus persistante qu'escamoté dans le *Rapport* d'avril. Toutefois, à mesure que l'excédent de la demande diminuera, les taux d'accroissement de l'IPC global et de l'indice de référence devraient redescendre pour s'établir

Faits saillants

- L'économie canadienne fonctionne davantage au-delà de son potentiel que ce qui était projeté dans le *Rapport* d'avril.
- La Banque prévoit que le taux de croissance annuel moyen s'établira à environ 2 1/2 % jusqu'à la fin de 2009 et que l'économie retournera à son potentiel en 2009.
- L'inflation devrait être légèrement plus élevée qu'escamoté dans le *Rapport* d'avril, puis redescendre à la cible de 2 % d'ici le début de 2009.
- La projection de la Banque au sujet de l'inflation est entachée de risques, aussi bien à la hausse qu'à la baisse, et ceux-ci semblent relativement équilibrés.
- Compte tenu de ces perspectives, la Banque estime qu'elle pourrait devoir relever encore quelque peu le taux directeur.

Vue d'ensemble

La croissance économique et l'inflation au Canada au premier semestre de l'année ont été plus élevées qu'on ne s'y attendait dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*. Renforcée par la fermeté des cours des produits de base, la demande intérieure finale est demeurée le principal moteur de la croissance au pays. La Banque juge que l'économie fonctionne à l'heure actuelle davantage au-delà de son potentiel que ce qui était projeté dans le *Rapport* d'avril. Tant le taux d'accroissement de l'IPC global que celui de l'indice de référence ont été supérieurs aux chiffres avancés en avril et dépassent la cible d'inflation, établie à 2 %. Les taux d'intérêt à moyen et à long terme ont augmenté et le dollar canadien s'est fortement apprécié, évoluant bien au-dessus de la fourchette prise pour hypothèse dans le dernier rapport.

La Banque prévoit maintenant que l'économie canadienne progressera de 2,5 % en 2007, soit à un rythme un peu plus lentement qu'envisagé en avril, et un peu plus lentement en 2008 et 2009 qu'elle ne l'avait projeté antérieurement. Dans ce nouveau scénario, le niveau plus élevé des taux d'intérêt dans tous les segments de la courbe et la maintien postulé du dollar canadien dans une fourchette de 93 à 95,5 cents E.-U. contribuent à modérer la croissance en 2008 et 2009, pour la ramener à environ 2 1/2 % en moyenne. L'équilibre entre l'offre et la demande globales au Canada est ainsi rétabli en 2009.



Monetary Policy Report Update

January 2008

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's updated outlook based on information received up to 22 January 2008.

Overview

The Canadian economy grew broadly in line with the Bank's expectations in the second half of 2007. Despite some slowing in growth in the fourth quarter, the economy continues to operate above its production capacity. Both total and core inflation have been lower than was projected in the October *Monetary Policy Report*, largely reflecting a price-level adjustment related to increased competitive pressures in the retail sector stemming from the level of the Canadian dollar.

Financial conditions have deteriorated since October, leading to a tightening of credit conditions in industrialized countries. Given this, and a deeper and more prolonged decline in the U.S. housing sector, the outlook for the U.S. economy in 2008 is now significantly weaker than it was in October. Growth is expected to be particularly weak in the first half of the year before recovering later in 2008 and 2009.

For Canada, the effects of the slowing U.S. economy will lead to additional downward pressure on export growth. However, despite tighter credit conditions, domestic demand in Canada is expected to remain strong, supported by continued income growth associated with the increase in commodity prices seen since October, which has led to further gains in Canada's terms of

trade. The Bank now projects that economic growth in 2008 will be weaker than was expected in October, averaging a little over 1 per cent in the first half of the year and a little over 2 per cent in the second half. On an average annual basis, the economy is projected to expand by 1.8 per cent in 2008 and by 2.8 per cent in 2009. This growth profile implies that the economy will move into modest excess supply in the second quarter of this year, and then return to balance in early 2010.

Highlights

- The Canadian economy continues to operate above its production capacity, despite a slowing of growth in the fourth quarter of 2007.
- The Bank projects average annual economic growth of 1.8 per cent in 2008 and 2.8 per cent in 2009.
- Both core and total CPI inflation are projected to fall below 1.5 per cent by mid-2008 before returning to 2 per cent by the end of 2009.
- Further monetary stimulus is likely to be required in the near term.

The inflation projection has also been revised down, particularly for 2008, primarily reflecting the price-level adjustment noted above and the recent one-percentage-point reduction in the GST. Both core and total CPI inflation are projected to fall below 1 1/2 per cent by the middle of this year before returning to the 2 per cent target by the end of 2009. Excluding the impact of the recent GST reduction, total CPI inflation is projected to average close to 2 per cent throughout 2008 and 2009.

Risks and Policy Outlook

There are a number of important risks to this base-case projection.

On the downside, the tightening in credit conditions globally and in Canada could be greater and more protracted than assumed, and there could be a more prolonged slowdown in the U.S. economy, exerting a greater drag on Canadian GDP growth and inflation. As well, competitive pressures in Canada's retail sector could put more downward pressure on prices than assumed.

On the upside, there are risks posed by the continued strong momentum in domestic demand growth, underpinned by firm commodity prices, improved terms of trade, and strong credit growth. Capacity pressures could be stronger than judged, especially if weak productivity growth were to persist, which would put upward pressure on costs and inflation.

The Governing Council judges that, overall, the risks to the base-case projection for Canadian inflation are roughly balanced.

On 4 December and on 22 January, the Bank lowered its target for the overnight rate by one-quarter of one percentage point, bringing it to 4 per cent. In line with the Bank's outlook, further monetary stimulus is likely to be required in the near term to keep aggregate supply and demand in balance and to return inflation to target over the medium term.

Recent Economic and Financial Developments

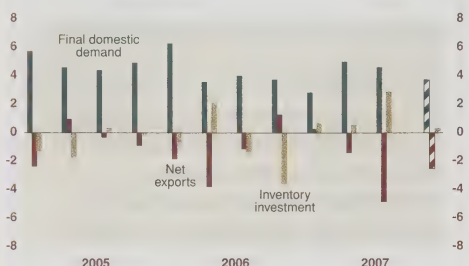
Global Developments

Global economic growth remained strong through the third quarter of 2007. During the fourth quarter, however, there was a slowing in the global economy, most notably in the United States. The ongoing repricing of risk and tightening of credit conditions in industrialized countries, largely stemming from problems in the U.S. subprime-mortgage market, contributed to the slowdown. Upward pressure on global inflation continued, exacerbated by large increases in the prices of energy and food.

Economic strength through the third quarter was broadly based across all major regions and was generally greater than expected. In the United States, economic growth in the third quarter was driven by unexpectedly high business spending and inventory accumulation, and by the rapid expansion of net exports in response to strong global demand and the depreciation of the U.S. dollar. Available information on the U.S. economy suggests that activity slowed in the fourth quarter as a result of the continued weakness in the housing sector, lower production to reduce inventory levels (particularly in the automobile sector), and the adverse effects of tighter credit conditions.

With continuing strong global demand for oil and little significant supply adjustment, crude oil prices have moved higher. Prices for grains and oilseeds have also continued to rise, reflecting both strong growth in demand from major emerging economies and unfavourable supply developments. Many other commodity prices have also remained high.

Chart 1 Contribution to Real GDP Growth
Percentage points, quarterly at an annual rate



Note: GDP estimates for the fourth quarter of 2007 are based on the Bank's monitoring of current data.

Canadian Economic Activity

In the second half of 2007, the Canadian economy grew broadly in line with the Bank's expectations. Economic growth in Canada eased in the third quarter, with real GDP growing at an annual rate of 2.9 per cent, slightly stronger than the 2.5 per cent projected in the *October Report*. Inventory investment was higher than expected, contributing importantly to overall growth, and, once again, there was a considerable rise in final domestic demand (Chart 1).

Both business investment and government spending on goods and services were boosted in the third quarter by large purchases of machinery and equipment from abroad. Real personal disposable income increased moderately, while household net worth rose further, and household credit continued to record substantial increases. As a result, household spending rose solidly, after a very strong gain in the second quarter.

Net exports decreased markedly in the third quarter. Import volumes increased substantially in response to strong domestic demand and the past appreciation of the Canadian dollar. Export volumes rose modestly, however, as the exchange rate appreciation moderated the strong global demand for Canadian goods and services.

Current data for the fourth quarter point to another substantial gain in final domestic demand, supported by the rise in real incomes from a boost in the terms of trade that reflected strong commodity prices and the further appreciation of the Canadian dollar. However, there is likely to be a drag on GDP growth from net exports. Overall, real GDP is likely to have increased by 1.5 per cent in the fourth quarter.

Inflation and the 2 Per Cent Target

Inflation in October and November was lower than projected in the *October Report*. This appears to largely reflect a price-level adjustment related to increased competitive pressures stemming from the high level of the Canadian dollar.

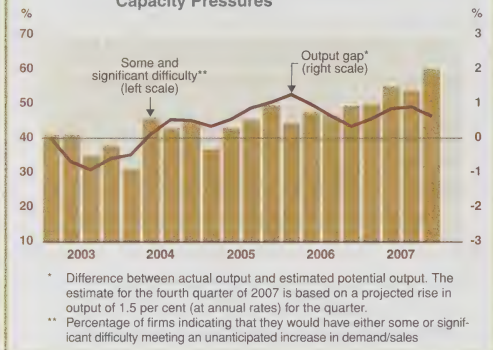
The core rate of inflation averaged 1.7 per cent in October and November, 0.6 percentage points lower than projected for the fourth quarter in the *October Report* (Chart 2). It appears that the Canadian dollar's rise to close to parity with the U.S. dollar raised consumers' awareness of the considerable differences between Canadian and U.S. prices and led to a greater-than-projected downward adjustment of the prices of some goods, particularly automobiles. Additionally, increases in meat prices were lower than expected, driven by increased supply. The prices of core services also rose somewhat less than expected.

Chart 2 Consumer Price Index
Year-over-year percentage change



* CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Chart 3 Estimated Output Gap and the Response to Business Outlook Survey Question on Capacity Pressures



The 12-month rate of increase in the total CPI moved back up from 1.7 per cent in August 2007 to an average of about 2.5 per cent in October and November, reflecting the temporary reduction in gasoline prices in September and October 2006.¹ Nevertheless, the growth in total CPI inflation was significantly lower than the 3.0 per cent expected in the *October Report*, owing to the downward adjustment in core inflation.

Estimated Pressures on Capacity

Notwithstanding the easing in core inflation, the Canadian economy continues to operate above its production capacity.

The Bank's winter *Business Outlook Survey*, the conventional measure of the output gap,² and most labour market and wage indicators continue to suggest considerable tightness (Chart 3).

1. The upward pressure on gasoline prices coming from the recent rise in spot prices for crude oil was largely offset by the effect of the exchange rate appreciation and narrower margins.

2. The Bank's conventional measure indicates that the economy was operating about 0.6 per cent above its production potential in the fourth quarter of 2007. The estimated level of excess demand in the fourth quarter of 2007 is about 0.1 percentage points higher than was projected in the *October Report*. This rise is mainly the result of a marginal decrease in the estimated level of production capacity.

After reviewing all the indicators of capacity pressures, the Governing Council judges that, overall, the economy was operating about one-half of a per cent above its production capacity in the last quarter of 2007.

Credit Conditions

Global financial markets remain volatile as difficulties related to the valuation of structured products and expected losses stemming from the U.S. subprime-mortgage market persist and, more generally, as concerns about the economic outlook have increased. Canada has been affected by these global developments, but to a lesser extent than the United States and Europe. While household and business credit have continued to grow robustly in Canada, there has been some tightening in the prices, terms, and availability of credit.

Since late July, *financial institutions* in Canada and other countries have been facing increased spreads between their money market borrowing rates and expected overnight policy rates. Although money market conditions worsened after the *October Report*, partly because of concerns about year-end funding pressures, they have now returned to their October levels (Chart 4).

Chart 4 Spreads between 3-Month Interbank Offered Rates and Overnight Index Swaps*



* For the United States and the euro zone, LIBOR (London Interbank Offered Rate) is published by the British Bankers' Association. For Canada, CDOR (Canadian Dollar Offered Rate) is published by Reuters.

At the same time, however, there has been a considerable widening in credit spreads in Canadian and global bond markets for financial and non-financial institutions. For example, for 10-year bonds, the spreads for “A”-rated Canadian borrowers over yields on Government of Canada bonds have widened from about 100 basis points to around 140 basis points since the *October Report*.

The spread between the effective *household* borrowing rate and the expected target overnight rate is estimated to have increased by about 20 to 25 basis points since October.

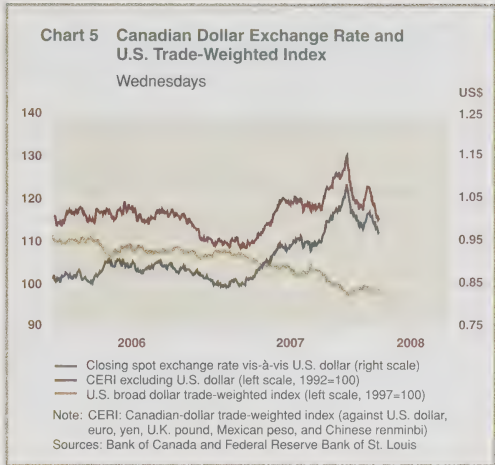
The spread between the rate at which *non-financial firms* can borrow from financial institutions and the expected overnight rate has increased by about 15 to 20 basis points since October. Given the increase in spreads in bond markets, and a tightening in the terms and conditions for bank loans and market debt, there has been a significant tightening in credit conditions faced by firms.

Policy Rates

Since the *October Report*, policy rates have been reduced in both the United States and Canada. With the weaker economic outlook and further tightening of credit conditions, market expectations in a number of industrialized countries, including Canada and the United States, now reflect significantly lower policy rates for 2008 than at the time of the *October Report*.

Exchange Rates

Against a background of significant volatility in currencies, commodity prices, and interest rates since the *October Report*, and a generally weakening U.S. dollar, the Canadian dollar has exhibited exceptional volatility. After spiking sharply early in November, the dollar has since declined to



trade around the level of 98 cents U.S. assumed in the *October Report* (Chart 5). This level is not inconsistent with fundamental factors.

The Economic Outlook

The Bank's base-case projection incorporates the following key assumptions: energy prices evolving in line with current futures prices; as in the *October Report*, a Canada/U.S. exchange rate averaging 98 cents U.S.; and a gradual and orderly resolution of global imbalances.

The robust expansion of the global economy experienced over the past several years is expected to moderate over 2008–09. The adverse impact of the tightening of credit conditions in industrialized countries should be partially offset by more accommodative monetary policy than previously expected and by continued strength in emerging-market economies. Nevertheless, global economic growth is expected to slow somewhat faster than projected in the *October Report* (Table 1).

Table 1
Projection for Global Economic Growth

	Share of real global GDP ^a (per cent)	Expected growth (per cent) ^b			
		Projection			
		2006	2007	2008	2009
United States	20	2.9 (2.9)	2.2 (1.9)	1.5 (2.1)	2.5 (3.0)
European Union	19	2.9 (2.9)	2.7 (2.6)	1.8 (2.0)	1.9 (2.2)
Japan	6	2.4 (2.2)	1.9 (2.0)	1.6 (1.7)	1.8 (1.8)
China and Asian NIEs ^c	18	10.0 (10.0)	10.1 (10.0)	9.3 (9.4)	7.9 (8.0)
Others	37	6.3 (6.3)	6.3 (6.3)	5.7 (5.8)	5.0 (5.1)
World	100	5.4 (5.4)	5.3 (5.2)	4.6 (4.8)	4.3 (4.5)

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2006. Source: IMF, WEO Database, April 2007. The World Bank recently published comprehensive revised estimates of purchasing-power parities, which will be reflected in the April 2008 *Monetary Policy Report*.

b. Numbers in parentheses are projections used for the October 2007 *Report*.

c. NIEs are newly industrialized economies. These include Hong Kong (Special Administrative Region), South Korea, Taiwan (Province of China), and Singapore.

Source: Bank of Canada

Futures prices for crude oil are higher than those in the *October Report*, but futures prices for natural gas are largely unchanged. The price index for non-energy commodities is expected to remain firm, easing somewhat as global growth moderates.

The U.S. Outlook

The projection for U.S. GDP growth has been revised down significantly from that in the *October Report*. Declining activity in the U.S. housing sector suggests a deeper and more prolonged adjustment in U.S. residential investment and a reduction in home equity values. Credit conditions are expected to tighten further, reflecting continuing financial market concerns and the weaker

economic outlook. These factors, together with declines in the value of household wealth, are expected to reduce the growth of domestic demand relative to earlier projections. In this *Update*, which incorporates the effect of a significant easing in U.S. monetary policy (including some reduction in the policy rate beyond that announced on 22 January), the U.S. economy is projected to grow at a rate below that of potential output in 2008, before recovering gradually in 2009. Growth in 2008 is expected to be particularly weak in the first half of the year, averaging 0.5 per cent at an annual rate, because of weakness in household spending and residential investment. Annual U.S. GDP growth is projected to be 1.5 per cent in 2008 and 2.5 per cent in 2009.

The Canadian Outlook

For Canada, the Bank's base-case projection is weaker for 2008 but somewhat stronger for 2009 than in the *October Report*. Quarterly growth at annual rates is expected to average 1.3 per cent in the first half of 2008 and then move up to 2.3 per cent in the second half of this year, and to just over 3 per cent through 2009 (Table 2).

Final domestic demand is expected to remain the key driver of economic growth over the projection period, supported by high commodity prices, further robust growth in real incomes, and lower policy rates (Table 3). Growth of final domestic demand is a little stronger than in the last *Report*. But the major change is much weaker net exports. While import growth is expected to stay robust over the projection period, the outlook for Canadian exports has been marked down, reflecting the weaker U.S. economic outlook. With the pickup in U.S. GDP growth in 2009, the drag on Canadian economic activity coming from net exports diminishes.

Table 2
Summary of the Base-Case Projection^a

	2007		2008			2009
	Q3	Q4	Q1	Q2	H2	
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change) ^b	2.9 (2.5)	1.5 (1.8)	0.6 (2.0)	2.0 (2.2)	2.3 (2.5)	3.2 (2.6)
Real GDP (year-over-year percentage change)	2.9 (2.8)	2.9 (2.9)	2.2 (2.4)	1.7 (2.1)	1.7 (2.2)	2.8 (2.5)
Core inflation (year-over-year percentage change)	2.2 (2.2)	1.6 (2.3)	1.4 (2.2)	1.3 (2.1)	1.6 (2.0)	1.9 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.2 (2.2)	2.4 (3.0)	1.7 (2.9)	1.4 (2.4)	1.5 (1.9)	1.9 (2.0)
Total CPI (excluding effect of changes in indirect taxes) ^c (year-over-year percentage change)	2.3 (2.3)	2.4 (3.0)	2.2 (2.9)	1.9 (2.4)	2.0 (1.9)	1.9 (2.0)
WTI ^d (level)	75 (75)	91 (81)	93 (78)	92 (77)	90 (76)	88 (74)

a. Figures in parentheses are from the October *Monetary Policy Report*.

b. For half and full years, the number reported is the average of the respective quarter-to-quarter percentage growth at annual rates.

c. The combined effect of the 1 per cent GST reduction on 1 January 2008 and some other small changes in indirect taxes is estimated to reduce total CPI by about 0.5 per cent for a year.

d. Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 18 January 2008

With the weak near-term U.S. outlook and the tighter credit conditions in Canada, the economy moves into modest excess supply in the second quarter of this year. In this base-case projection, the subsequent strengthening of U.S. economic growth and further near-term reduction in policy interest rates in Canada bring aggregate supply and demand back into balance in early 2010.³

3. The assumption for potential output growth is 2.8 per cent in 2008 and 2.7 per cent in 2009, the same as in the last *Report*.

The projection for core inflation is lower than in the October *Report*. In 2008, this reflects the modest excess supply in the economy for much of the year and continued pressures from lower-than-expected prices for selected tradable goods. These lower prices are driven by the increased competition related to the high Canadian dollar. However, with the impact on measured inflation from price-level adjustments dissipating, with well-anchored inflation expectations, and with the economy moving back towards balance, core inflation should move up to 2 per cent by the end of 2009.

Table 3
Contributions to Average Annual Growth of Real Canadian GDP^a
Percentage points

	2006	2007	2008	2009
Consumption	2.3 (2.3)	2.2 (2.1)	2.2 (2.1)	2.4 (2.0)
Housing	0.1 (0.1)	0.2 (0.2)	-0.1 (-0.1)	0 (0)
Government	0.8 (0.8)	0.6 (0.6)	0.7 (0.7)	0.6 (0.6)
Business fixed investment	1.2 (1.2)	0.6 (0.5)	0.5 (0.5)	0.5 (0.5)
Subtotal: Final domestic demand	4.4 (4.4)	3.6 (3.4)	3.3 (3.2)	3.5 (3.1)
Exports	0.3 (0.3)	0.6 (0.5)	- 0.1 (0.2)	0.4 (0.4)
Imports	-1.6 (-1.6)	-1.7 (-1.2)	-1.3 (-1.2)	-1.1 (-1.0)
Subtotal: Net exports	-1.3 (-1.3)	-1.1 (-0.7)	-1.4 (-1.0)	-0.7 (-0.6)
Inventories	-0.3 (-0.3)	0.1 (-0.1)	-0.1 (0.1)	0 (0)
GDP	2.8 (2.8)	2.6 (2.6)	1.8 (2.3)	2.8 (2.5)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the October *Monetary Policy Report*.

The path for the 12-month rate of increase in the total CPI over the projection period reflects the revised outlook for core inflation, expectations for energy prices, and the effect of changes in indirect taxes. The projection for total CPI inflation in 2008 is lower than in the last *Report*, because of the reduced outlook for core inflation and the estimated direct effect of the one-percentage-point GST reduction (and small changes in other indirect taxes). This is partly offset by the effect of higher futures prices for crude oil. Total CPI inflation is expected to fall below the 2 per cent target in early 2008 and remain below the target for the rest of the year, before moving back to 2 per cent by the end of 2009. Total CPI inflation, excluding the impact of the recent GST reduction, is projected to average close to 2 per cent throughout 2008 and 2009.

The *Monetary Policy Report* and the *Update* are available on the Bank's website at: <http://www.bankofcanada.ca>.

Copies can also be obtained by contacting the Bank at:

Telephone: 1 877 782-8248; email: publications@bankofcanada.ca

Le Rapport sur la politique monétaire et la Mise à jour sont publiés dans le site Web de la Banque, à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca>.

Vous pouvez également vous en procurer des exemplaires en communiquant avec nous. Téléphone : 1 877 782-8248, adresse électronique : publications@banqueducanada.ca.

dien. Comme on prévoit toutefois que l'incidence de l'ajustement du niveau des prix sur l'inflation mesurée se dissipera, que les attentes d'inflation demeureront bien ancrées et que l'équilibre entre l'offre et la demande se rétablira dans l'économie, le taux d'accroissement de l'indice de référence devrait remonter à 2 % d'ici la fin de 2009.

La trajectoire du taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global à l'horizon projeté reflète le nouveau scénario concernant l'inflation mesurée par l'indice de référence, les attentes relatives aux prix de l'énergie et l'effet des modifications apportées aux impôts indirects. Le taux d'accroissement de l'IPC global attendu pour 2008 est moins élevé que celui projeté en octobre, compte tenu de la révision à la baisse des prévisions relatives à l'inflation mesurée par l'indice de référence et de l'effet direct estimé de la réduction de un point de pourcentage de la TPS (et de petites modifications d'autres impôts indirects). L'incidence de ces deux facteurs est compensée en partie par celle de la hausse des cours à terme du pétrole brut. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait glisser sous la cible de 2 % au début de 2008 et se maintenir sous la barre de 2 % jusqu'à la fin de l'année, avant de remonter à la cible vers la fin de 2009. L'inflation mesurée par l'IPC global corrigé de l'effet de la récente réduction de la TPS devrait avoisiner 2 % en moyenne tout au long de 2008 et de 2009.

On s'attend toutefois à ce que l'effet modérateur exercé par les exportations nettes sur notre économie se résorbe en 2009, à mesure que l'activité s'accélérera chez nos voisins du sud.

En raison de la détérioration des perspectives à court terme aux États-Unis et du resserrement des conditions du crédit au Canada, la Banque prévoit que notre économie affichera une offre légèrement excédentaire au deuxième trimestre de cette année. Dans ce scénario de référence, le redressement subséquent de l'économie américaine et un nouvel abaissement du taux directeur au Canada qui serait opéré dans un proche avenir permettent de rétablir l'équilibre entre l'offre et la demande globales au début de 2010³.

Les chiffres projetés relativement à l'inflation mesurée par l'indice de référence sont inférieurs à ceux envisagés dans le Rapport d'octobre. Pour ce qui est de 2008, cette révision tient à la présence, pendant une bonne partie de l'année, de capacités légèrement excédentaires au sein de l'économie et aux pressions continues exercées par les prix de certains biens échangeables, qui sont plus bas que prévu en raison de l'intensification de la concurrence liée à la vigueur du dollar cana-

3. On prend comme hypothèse que le rythme d'expansion de la production potentielle sera de 2,8 % en 2008 et de 2,7 % en 2009 – les mêmes taux qu'on postule dans le Rapport d'octobre.

Tableau 2									
Résumé des projections selon le scénario de référence ^a									
	2007			2008			2009		
	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé) ^b	2,9	1,5	0,6	2,0	2,3	3,2			
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	2,9	2,9	2,2	1,7	1,7	2,8			
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,2	1,6	1,4	1,3	1,6	1,9			
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,2	2,4	1,7	1,4	1,5	1,9			
IPC global corrigé (taux de variation en glissement annuel)	2,3	2,4	2,2	1,9	2,0	1,9			
modifications des impôts indirects ^c (taux de variation en glissement annuel)	(2,3)	(3,0)	(2,9)	(2,4)	(1,9)	(2,0)			
WTI ^d (niveau)	75	91	(81)	(75)	90	88			

- a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*.
- b. Dans le cas des semestres et des années complètes, le chiffre indique représenté la moyenne des taux de croissance trimestriels annualisés respectifs.
- c. On estime que la réduction de 1 point de pourcentage de la TPS entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2008 et les légères modifications apportées à d'autres impôts indirects auront pour effet combiné de réduire le taux d'augmentation de l'IPC global d'environ 0,5 point de pourcentage sur un an.
- d. L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermédiaire (en \$ E.-U. le baril) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 18 janvier 2008.

Les perspectives au Canada

Dans sa projection pour le Canada, la Banque prévoit une progression plus lente en 2008, mais un peu plus vive en 2009 que ce qu'elle envisageait dans son rapport d'octobre. Le taux de croissance trimestriel annualisé devrait se chiffrer, en moyenne, à 1,3 % au premier semestre de 2008, remonter à 2,3 % durant la seconde moitié de l'année et s'établir à un peu plus de 3 % en 2009 (Tableau 2).

La demande intérieure finale devrait demeurer le principal moteur de la croissance durant la période de projection, à la faveur des

prix élevés des produits de base, de la poursuite de l'accroissement vigoureux des revenus réels et de la baisse des taux directeurs (Tableau 3). La progression de la demande intérieure finale est un peu plus robuste qu'on ne le prévoyait dans le dernier rapport, mais le principal changement depuis octobre réside dans le fléchissement beaucoup plus important qu'escompté des exportations nettes. Si la croissance des importations devrait rester solide à l'horizon projeté, l'affaiblissement des perspectives économiques aux États-Unis assombrit celles des exportations canadiennes.

Tableau 3
Contribution à la croissance annuelle
moyenne du PIB réel^a

En points de pourcentage		2006		2007		2008		2009	
Consommation	2,4	2,3	2,2	(2,1)	(2,1)	2,2	(2,0)	2,4	(2,0)
Logement	0	0,1	0,2	(0,2)	(-0,1)	-0,1	(0)	0	(0)
Admissions	0,6	0,8	0,6	(0,6)	(0,7)	0,7	(0,6)	0,6	(0,6)
publiques	0,5	1,2	0,6	(0,5)	(0,5)	0,5	(0,5)	0,5	(0,5)
Investissements fixes des entreprises	3,5	4,4	3,6	(3,4)	(3,2)	3,3	(3,1)	3,5	(3,1)
demande intérieure finale	0,4	0,3	0,6	(0,5)	(0,2)	-0,1	(0,4)	0,4	(0,4)
Exportations	-1,1	-1,6	-1,7	(-1,2)	(-1,2)	-1,3	(-1,0)	-1,1	(-1,0)
Importations	-0,7	-1,3	-1,1	(-0,7)	(-1,0)	-1,4	(-0,6)	-0,7	(-0,6)
Total partiel : exportations nettes	0	-0,3	0,1	(-0,1)	(0,1)	-0,1	(0)	0	(0)
Stocks	2,8	2,8	2,6	(2,6)	(2,3)	1,8	(2,5)	2,8	(2,5)
PIB									

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*.

s'est accru de quelque 15 à 20 points de base depuis octobre. Étant donné l'élargissement des écarts sur les marchés obligataires et le durcissement des modalités des prêts bancaires et des emprunts contractés sur les marchés, les entreprises ont dû faire face à un resserrement non négligeable des conditions du crédit.

Les taux directeurs

Depuis la publication du *Rapport d'octobre*, les taux directeurs ont été abaissés à la fois au Canada et aux États-Unis. Compte tenu de la détérioration des perspectives économiques et du nouveau resserrement des conditions du crédit, les attentes des marchés dans un certain nombre de pays industrialisés, dont le Canada et les États-Unis, supposent maintenant des taux directeurs nettement plus bas en 2008 que ceux anticipés en octobre.

Les taux de change

Dans un contexte marqué, d'une part, par l'instabilité appréciable des taux de change, des prix des produits de base et des taux d'intérêt depuis octobre et, d'autre part, par la tendance générale à la baisse du billet vert, le dollar canadien a affiché une rare volatilité. Après être monté en flèche au début de novembre, le huard a baissé pour se négocier aux alentours du niveau de 98 cents E.-U. (Graphique 5), un niveau qui n'est pas incompatible avec les facteurs fondamentaux.

Les perspectives économiques

La Banque fonde sa projection sur les principales hypothèses suivantes : une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours actuels du dollar canadien, par rapport au billet vert, à 98 cents E.-U. en moyenne, comme dans le *Rapport d'octobre*, et une résorption progressive et ordonnée des déséquilibres mondiaux. La robuste expansion qu'a affichée l'économie mondiale ces dernières années devrait se modérer en 2008 et 2009. L'incidence négative du resserrement des conditions du crédit dans les pays industrialisés devrait être compensée en partie par des politiques monétaires plus expansionnistes que prévu et par le

des crédits aux ménages et aux entreprises est

serrement s'est fait sentir dans le coût, les modalités et la disponibilité du crédit.

Depuis la fin de juillet, les institutions financières canadiennes et étrangères ont dû composer avec un creusement des écarts entre les taux d'emprunt sur le marché monétaire et les taux de financement à un jour attendus.

Les conditions du marché monétaire, qui s'étaient détériorées après la parution du *Rapport* en octobre, en partie à cause des inquiétudes liées aux pressions de fin d'année au chapitre du financement, sont maintenant revenues à leurs niveaux d'octobre (Graphique 4).

Parallèlement, toutefois, les institutions financières et les entreprises non financières ont vu les écarts de crédit s'accroître de façon notable sur les marchés obligataires canadiens et mondiaux. Par exemple, pour les obligations à dix ans, les écarts de rendement entre les titres des emprunteurs canadiens cotés A et ceux du gouvernement du Canada sont passés d'environ 100 points de base à quelque 140 points depuis octobre.

On estime que l'écart entre le taux d'emprunt effectif payé par les ménages et le taux cible du financement à un jour anticipé a augmenté d'environ 20 à 25 points de base depuis octobre.

L'écart entre le taux d'emprunt que consentent les institutions financières aux entrepr-

ses non financières et le taux à un jour attendu

Graphique 4
Écarts entre les taux interbancaires offerts à trois mois et les taux des swaps indexés sur le taux à un jour

Points de base

— Zone euro
— États-Unis
— Canada

2007 2008

Dans le cas des États-Unis et de la zone euro, le taux interbancaire est le LIBOR (London Interbank Offered Rate), qui est publié par la British Bankers' Association. Dans le cas du Canada, il s'agit du CDOR (Canadian Dollar Offered Rate), qui est publié par Reuters.

dépréciation du dollar E.-U. Les données disponibles sur l'économie américaine portent à croire que l'activité a décéléré au quatrième trimestre, à cause de la faiblesse persistante du secteur du logement, de la diminution de la production opérée en vue de réduire les niveaux des stocks (notamment dans l'industrie automobile) et de l'incidence négative du durcissement des conditions du crédit.

Étant donné le dynamisme soutenu de la demande mondiale de pétrole et l'absence d'ajustements significatifs de l'offre, les cours du brut ont encore augmenté. Le renchérissement des céréales et oléagineux s'est aussi poursuivi, sous l'effet de la vive progression de la demande dans les grandes économies émergentes et d'une conjoncture défavorable du côté de l'offre. Les cours de beaucoup d'autres produits de base sont également demeurés élevés.

L'activité économique au Canada

Au second semestre de 2007, la croissance de l'économie canadienne a généralement été conforme aux prévisions de la Banque. Elle a ralenti au troisième trimestre, le PIB réel ayant augmenté à un taux annualisé de 2,9 %, un chiffre légèrement supérieur aux 2,5 % avancés dans la livraison d'octobre du *Rapport*. Les investissements en stocks ont été plus élevés que prévu, contribuant grandement à l'expansion globale, et la demande intérieure finale s'est encore accrue de façon notable (Graphique 1).

Au troisième trimestre, tant les investissements des entreprises que les dépenses publiques en biens et services ont été dynamisés par d'importants achats de machines et de matériel à l'étranger. Le revenu disponible réel des particuliers a progressé quelque peu, l'avoir net des ménages a crû de nouveau et les crédits aux ménages ont continué d'enregistrer des hausses appréciables. Par conséquent, les dépenses des ménages, qui avaient fortement bondi au deuxième trimestre, ont encore grimpé considérablement.

Les exportations nettes ont accusé un repli marqué au troisième trimestre. Le volume des importations a beaucoup augmenté, grâce à la vigueur de la demande intérieure et à l'appréciation passée du dollar canadien. Toutefois, le volume des exportations a connu une expansion modeste, car l'appréciation du dollar

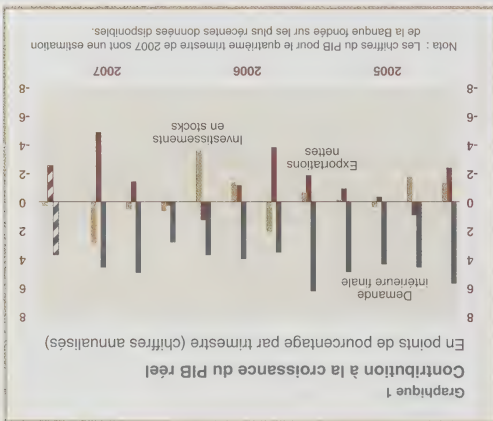
canadien a exercé un effet modérateur sur la forte demande mondiale de biens et de services canadiens.

Les données disponibles pour le quatrième trimestre laissent présager d'autres gains substantiels au chapitre de la demande intérieure finale, à la faveur de l'accroissement des revenus réels résultant de l'amélioration des termes de l'échange liée aux cours élevés des produits de base et à une nouvelle appréciation du dollar canadien. Cependant, les exportations nettes prêteront vraisemblablement la croissance du PIB. Globalement, le taux d'expansion du PIB réel s'est probablement établi à 1,5 % au quatrième trimestre.

L'inflation et la cible de 2 %

L'inflation enregistrée en octobre et en novembre a été inférieure aux projections énoncées dans le *Rapport* d'octobre, en raison surtout, semble-t-il, d'un ajustement du niveau des prix découlant de l'intensification des pressions concurrentielles attribuable au niveau élevé du dollar canadien.

L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est chiffrée en moyenne à 1,7 % en octobre et en novembre, soit 0,6 point de pourcentage de moins que le chiffre avancé pour le quatrième trimestre dans le *Rapport* d'octobre (Graphique 2). Le fait que le dollar canadien se soit établi près de la parité avec le dollar E.-U. a apparemment amené les consommateurs à prendre conscience des écarts considérables



de la productivité reste faible, ce qui exercerait des pressions à la hausse sur les coûts et l'inflation. Dans l'ensemble, le Conseil de direction considère que les risques qui entourent le scénario de référence concernant l'inflation au Canada sont relativement équilibrés.

Le 4 décembre et le 22 janvier derniers, la Banque a abaissé le taux cible du financement à un quart de point de pourcentage, de sorte que celui-ci s'établit maintenant à 4 %. À la lumière des perspectives qu'elle entrevoit, l'institution estime qu'il faudra probablement encore augmenter le degré de détente monétaire dans un proche avenir afin de maintenir l'équilibre entre l'offre et la demande globales et de ramener l'inflation à la cible à moyen terme.

L'évolution économique et financière récente

La conjoncture internationale

L'expansion économique mondiale est demeurée vigoureuse jusqu'à la fin du troisième trimestre de 2007. Au cours du quatrième trimestre, toutefois, l'activité a ralenti à l'échelle du globe, et tout particulièrement aux États-Unis. La réévaluation des risques et le resserrement des conditions du crédit qui se sont poursuivis dans les pays industrialisés, et qui découlent principalement des problèmes touchant le marché américain des prêts hypothécaires à risque, ont contribué au ralentissement. L'inflation mondiale a fait l'objet de nouvelles pressions à la hausse, imputables aux augmentations importantes des prix de l'énergie et des aliments.

Jusqu'au troisième trimestre, la vigueur de l'économie s'est maintenue dans toutes les grandes régions du globe et a même été, dans l'ensemble, plus forte que prévu. Aux États-Unis, la croissance économique au troisième trimestre a été alimentée par un rythme d'investissement étouffamment élevé dans le secteur des entreprises, ainsi que par la vive expansion des exportations nettes attribuables à la robustesse de la demande mondiale et à la

maintenant que le rythme de progression de l'économie en 2008 sera plus faible que celui auquel on s'attendait en octobre, puisqu'il se situerait en moyenne un peu au-dessus de 1 % au second semestre. Le taux d'expansion annuel moyen devrait s'établir à 1,8 % en 2008 et à 2,8 % en 2009. Ce profil de croissance implique que l'économie affichera une offre légèrement excédentaire au deuxième trimestre de 2008 et que l'équilibre se rétablira entre l'offre et la demande au début de 2010.

La projection en matière d'inflation a également été revue à la baisse, en particulier pour 2008, sous l'effet principalement de l'ajustement du niveau des prix évoqué ci-dessus et de la réduction récente de un point de pourcentage de la TPS. Tant le taux d'augmentation de l'indice de référence que celui de l'IPC global devraient glisser sous les 1 1/2 % d'ici le milieu de l'année avant de revenir à la cible de 2 % vers la fin de 2009. L'inflation mesurée par l'IPC global corrigé de l'effet de la récente réduction de la TPS devrait avoisiner 2 % en moyenne tout au long de 2008 et de 2009.

Les risques et les perspectives en matière de politique monétaire

Un certain nombre de risques importants pèsent sur ce scénario de référence.

Du côté des risques à la baisse, le resserment des conditions du crédit à l'échelle nationale et internationale pourrait être plus prononcé et durer plus longtemps que prévu, et le ralentissement de l'économie américaine pourrait se prolonger, ce qui freinerait davantage la croissance du PIB et l'inflation au Canada. En outre, les pressions concurrentielles dans le secteur canadien du commerce de détail pourraient exercer sur les prix des pressions à la baisse plus marquées que nous ne le supposons.

Les risques à la hausse, pour leur part, résident dans l'essor soutenu de la demande intérieure, qu'alimentent la fermeté des cours des produits de base, l'amélioration des termes de l'échange et la solidité de la croissance du crédit. Les pressions sur la capacité de production pourraient s'avérer plus fortes que ce que nous estimons, surtout si l'accroissement



Rapport sur la politique monétaire

Mise à jour

Janvier 2008

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondée sur l'information reçue au 22 janvier 2008.

Vue d'ensemble

À son second semestre de 2007, la croissance de l'économie canadienne a été généralement conforme aux prévisions de la Banque. Malgré un ralentissement de son rythme d'expansion au quatrième trimestre, l'économie continue de fonctionner au-dessus de sa capacité de production. L'inflation mesurée tant par l'IPC global que par l'indice de référence est inférieure aux projections présentées dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*, en raison surtout d'un ajustement du niveau des prix découplant de l'intensification des pressions concurrentielles dans le secteur du commerce de détail attribuable au niveau élevé du dollar canadien.

Les conditions financières se sont dégradées depuis octobre, ce qui a entraîné un resserrement des conditions du crédit dans les pays industrialisés. Compte tenu de cette situation et du recul plus marqué et plus prolongé que prévu dans le secteur du logement aux États-Unis, les perspectives d'évolution de l'économie américaine pour 2008 sont aujourd'hui nettement plus sombres qu'en octobre. La croissance devrait être particulièrement faible au premier semestre de l'année, puis s'accroître plus tard en 2008 et en 2009.

En ce qui concerne le Canada, les effets du ralentissement de l'économie aux États-Unis contribueront à accentuer les pressions à la baisse exercées sur la croissance des exportations. Toutefois, malgré le resserrement des conditions du crédit, la demande intérieure au

Faits saillants

- L'économie canadienne continue de fonctionner au-dessus de sa capacité de production, malgré un ralentissement de son rythme d'expansion au quatrième trimestre de 2007.
- La Banque prévoit que le taux de croissance annuel moyen de l'économie s'établira à 1,8 % en 2008 et à 2,8 % en 2009.
- Tant le taux d'augmentation de l'indice de référence que celui de l'IPC global devraient glisser sous les 1,5 % d'ici le milieu de 2008 avant de revenir à 2 % vers la fin de 2009.
- Il faudra probablement encore augmenter le degré de détente monétaire dans un proche avenir.

Canada devrait demeurer robuste, soutenue par l'accroissement persistant des revenus associé à la hausse des prix des produits de base observée depuis octobre, celle-ci ayant permis de nouveaux gains au chapitre des termes de l'échange du Canada. La Banque prévoit



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

CA1
FN73
-M57

Monetary Policy Report Update

July 2008



This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's updated outlook based on information received up to 15 July 2008.

Overview

Three major developments are affecting the Canadian economy: the protracted weakness in the U.S. economy; ongoing turbulence in global financial markets; and sharp increases in the prices of certain commodities—particularly energy. The first two developments are evolving roughly in line with expectations outlined in the April *Monetary Policy Report*. However, many commodity prices continue to outstrip earlier expectations, and this has altered the outlook for global and domestic inflation.

Although global economic growth is slowing, the momentum in the first half of the year has been stronger than earlier expected. Growth is becoming increasingly weighted towards emerging-market economies. This has contributed to rising demand for commodities in an environment where the supply response for many commodities has been muted and inventories are low. The resulting price increases have led not only to higher global inflation but also to continued improvements in Canada's terms of trade and increases in real national income.

Economic growth in Canada in the first quarter of 2008 was weaker than expected, mainly reflecting a sharp decline in inventory accumulation. However, final domestic demand continues to expand at a solid pace. Strong income gains from high commodity prices and high levels of employment, as well as an expected improvement in financial conditions, should support the growth of domestic demand through 2009 and 2010.

The drag from net exports diminishes over the projection horizon as the U.S. economy recovers and the effects of the past appreciation of the Canadian dollar dissipate.

The Canadian economy is judged to have moved into slight excess supply in the second quarter of 2008; excess supply is expected to increase through the balance of the year. High terms of trade, accommodative monetary policy, and a gradual recovery in

Highlights

- Commodity prices have moved sharply higher since April, particularly energy prices.
- Canadian GDP is projected to grow by 1.0 per cent in 2008, 2.3 per cent in 2009, and 3.3 per cent in 2010.
- Higher energy prices will push total CPI inflation temporarily above target, peaking in the first quarter of 2009, but core inflation will remain well contained.
- Total CPI inflation is projected to converge to the core rate of inflation at the 2 per cent target in the second half of 2009.
- There are significant risks to the base-case projection. These are viewed to be balanced.
- The Bank judges that the current level of the policy rate remains appropriate.

the U.S. economy are expected to generate above-potential economic growth starting in the first half of 2009, bringing the economy back to full capacity around mid-2010.

Total CPI inflation over the next year is expected to be much higher than projected at the time of the *April Report*. Assuming energy prices follow current futures prices, total CPI inflation is projected to rise temporarily above 4 per cent, peaking in the first quarter of 2009. As energy prices stabilize and with medium-term inflation expectations remaining well anchored, total inflation is then projected to converge to the core rate of inflation at the 2 per cent target in the second half of 2009.

Core inflation is projected to remain well contained and broadly in line with earlier expectations, averaging close to 1.5 per cent through the third quarter of this year and rising to 2 per cent in the second half of 2009.

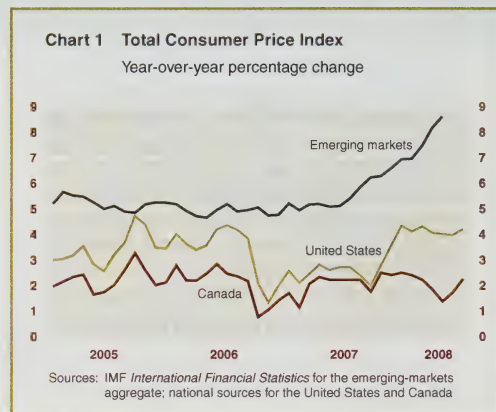
The three major developments affecting the Canadian economy pose significant upside and downside risks to the base-case projection. Weighing the implications of these developments, the Bank views the risks to its base-case projection for inflation as balanced.

Against this backdrop, the Bank of Canada kept its key policy rate unchanged at 3 per cent on 10 June and on 15 July, and judges that the current level of the target for the overnight rate remains appropriate. The Bank will continue to monitor carefully the evolution of risks, together with economic and financial developments in the Canadian and global economies, and set monetary policy consistent with achieving the inflation target over the medium term.

Recent Economic Developments

Global Developments

Global economic growth, while slowing, appears to have been stronger in the first half of 2008 than expected at the time of the *April Report*. Global inflation has risen significantly, reflecting sharp increases in energy and food prices (Chart 1).



The main factor behind the recent surge in world energy and food prices appears to be the strong trend growth in many emerging-market economies and the resulting rise in their demand for commodities. Overly accommodative monetary policies have fed domestic demand and further exacerbated inflationary pressures in several emerging Asian economies. Limited growth in world oil supplies has also been a factor in pushing crude oil prices to record levels.

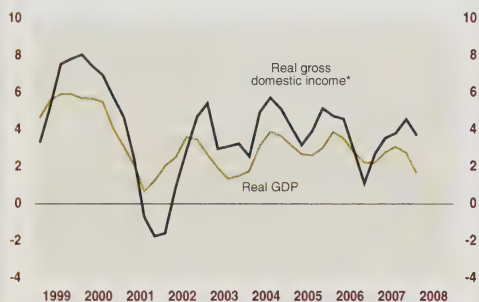
The U.S. economy grew at a modest pace in the first half of 2008, owing to further sharp declines in residential investment and weak household spending on durable goods, especially automobiles. However, consumption was somewhat more resilient than expected, supported by the early arrival of fiscal rebate cheques. Overall, the combined effect of a large overhang in the supply of housing, rising energy prices, declining employment, and continuing disruptions in financial markets has weighed heavily on U.S. domestic demand. Net exports remained the main source of strength in the U.S. economy.

While GDP growth in both Europe and Japan was stronger than anticipated in the first quarter of 2008, reflecting temporary factors, recent data indicate that growth in the second quarter will likely be weaker owing to spillover effects from the U.S. slowdown and ongoing unsettled conditions in global financial markets.

Canadian Economic Activity

In Canada, real GDP growth was weaker than expected in the first quarter, with the economy contracting at an annual rate of 0.3 per cent, compared with the 1.0 per cent growth that had been projected in the April Report.¹ In contrast, real gross domestic income (GDI) increased at an annual rate of 2.4 per cent in the quarter, owing to a further 8.1 per cent (at an annual rate) improvement in Canada's terms of trade.² On a year-over-year basis, this real income measure is up nearly 4 per cent as a result of the significant rise in the prices of many commodities that Canada produces (Chart 2). The growth of household spending in Canada, nevertheless, fell short of expectations in the first quarter, and the decrease in inventory investment was considerably larger than expected.

Chart 2 Real Gross Domestic Income and Real GDP
Year-over-year percentage change



* Real gross domestic income is current-dollar gross domestic product deflated by the price index for final domestic demand.

Net exports made a surprising positive contribution to GDP growth in the first quarter, as the decline in exports was more than offset by a significant contraction in

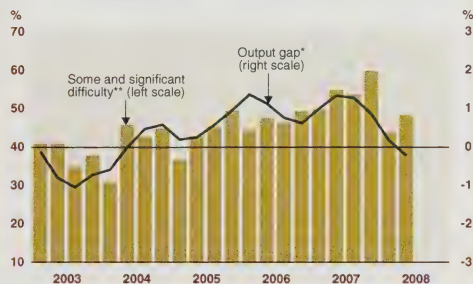
imports. Spending on imported goods and services, which had surged in the last half of 2007, in line with the sharp appreciation of the Canadian dollar, fell back significantly. The contraction in merchandise imports was related to the large negative inventory swing. Exports decreased for a third consecutive quarter as a result of declining U.S. spending on housing and automobiles, and the effects of the past appreciation of the Canadian dollar.

Available data for the second quarter of 2008 suggest that annualized real GDP growth was about 0.8 per cent. The growth of final domestic demand likely remained solid, while net exports exerted a dampening effect. However, inventory investment is not expected to have been the major drag on growth that it was in the first quarter.

Estimated Pressures on Capacity

After three quarters of below-trend growth, the Canadian economy is judged to have moved into excess supply in the second quarter of 2008. The Bank's conventional measure of the output gap suggests that the economy is currently operating about 0.2 per cent below its production potential, although respondents to the *Business Outlook Survey* still reported some pressures on capacity, particularly in Western Canada (Chart 3).

Chart 3 Estimated Output Gap and the Response to Business Outlook Survey Question on Capacity Pressures



* Difference between actual output and estimated potential output. The estimate for the second quarter of 2008 is based on a projected rise in output of 0.8 per cent (at annual rates) for the quarter.

** Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.

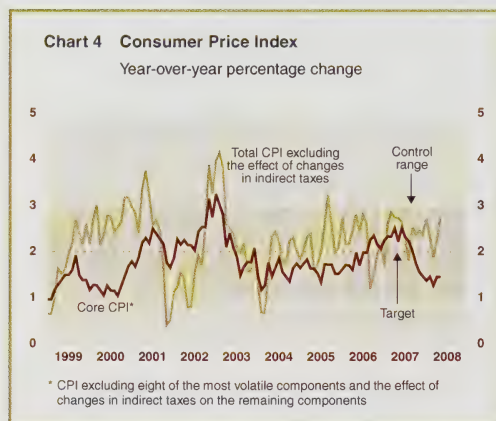
1. Statistics Canada revised GDP growth up slightly for 2006 and 2007. Combined with the negative surprise to growth in the first quarter of 2008, this change implied that the level of real GDP in that quarter was about 0.1 per cent lower than previously projected.

2. Real GDI is nominal GDP deflated by an index of the prices of goods and services purchased by Canadians rather than the prices of goods and services produced by Canadians. It differs from real GDP because the goods and services purchased by Canadians differ from the goods and services produced domestically, and changes in the terms of trade thereby affect the purchasing power of the income generated in production.

Inflation and the 2 Per Cent Target

Total CPI inflation has been higher than expected in the April *Report*, reflecting the impact of higher prices for crude oil on gasoline prices, as well as a marginally higher core rate of inflation. The 12-month rate of increase in the total CPI rose from 1.4 per cent in March to 2.2 per cent in May (or from 1.9 to 2.8 per cent, respectively, if the effect of changes in indirect taxes is excluded).

The core rate of inflation averaged 1.5 per cent in April and May, up from a low of 1.3 per cent in March (Chart 4). The downward pressure exerted on certain goods prices (especially automobile prices), as a result of the rise in the Canadian dollar to near parity with the U.S. dollar, continued to hold the core rate down.



The Bank closely monitors a number of indicators of inflation expectations. The measure of near-term inflation expectations reported in the Bank's latest *Business Outlook Survey* increased sharply, with about one-third of firms expecting CPI inflation to be above 3 per cent over the next two years. However, this measure is highly influenced by swings in energy prices and tends to reverse as total CPI inflation falls in response to stabilizing or declining energy prices. The mean private sector forecast for total CPI inflation in 2009 remains at 2 per cent, and Consensus Economics' forecasts of inflation for two years and beyond have also stayed

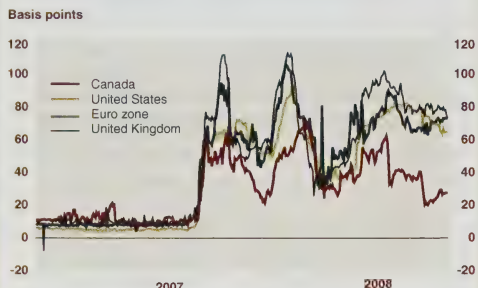
close to 2 per cent. Inflation expectations, as measured by the spread between 30-year conventional and Real Return bonds, have increased in recent months, although they remain well within the range experienced over the past several years. Liquidity and technical factors suggest that this measure should be interpreted with caution. Considering all measures, the Bank judges that expectations of inflation over the policy horizon remain well anchored to the 2 per cent inflation target.

Financial Developments

Conditions in global financial markets continue to be unsettled. Volatility in bond and equity markets has remained high since the April *Report*, and credit spreads on corporate debt, particularly for financial institutions, have widened. In the United States and Europe, spreads on short-term bank funding remain well above historical averages. At the same time, the issuance of corporate debt has improved, and financial institutions have made progress with regard to disclosing their balance sheet exposures and strengthening their capital positions. Nonetheless, the ongoing re-intermediation of assets onto bank balance sheets and the deleveraging of the financial system are expected to weigh on global credit markets for some time.

Canadian Credit Conditions

Although credit conditions in Canada remain challenging, they are better in many respects than those in other major markets. For example, short-term credit spreads, as measured by the spread between short-term lending rates and the expected overnight rate, have narrowed significantly in recent months (Chart 5). Reflecting these improved conditions, the Bank of Canada was the first G-7 central bank to withdraw the provision of extraordinary liquidity. While the average effective borrowing spreads faced by banks, non-financial businesses, and households have increased by about 75 basis points vis-à-vis the overnight rate since the onset of turbulence in financial markets last summer, this increase has been more than offset by the cumulative

Chart 5 Spreads between 3-Month Interbank Offered Rates and Expected Overnight Rates*

* The difference between 3-month interbank offered rates and their respective overnight index swaps, for the United States and United Kingdom, LIBOR; for the euro zone, EURIBOR; and for Canada, CDOR.

150-basis-point reduction in the target overnight rate. As a result, the effective borrowing costs faced by banks, businesses, and households are estimated to have fallen by about 75 basis points over the past year.

Growth in business credit has slowed in recent quarters (Chart 6), reflecting the recent contraction in economic activity and generally challenging credit market conditions. Non-price-related terms and conditions for bank intermediated credit have tightened over the past year.

In contrast, growth in household credit remains robust. This likely reflects high employment and increases in wealth and real income. While banks appear to have fully

passed on their increased borrowing costs to households, they do not appear to have tightened non-price conditions. Nonetheless, the continued strength in household credit growth is somewhat surprising, given the moderation of activity in the housing market and the reported decline in consumer confidence. The growth of household credit is expected to moderate in the coming months.

Policy and Interest Rates

Financial market expectations, as reflected in asset prices, suggest that policy rates in all the major economies will remain unchanged or increase modestly by year-end. For Canada, current levels of short-term interest rates incorporate no change in the target overnight rate by year-end.

Exchange Rate

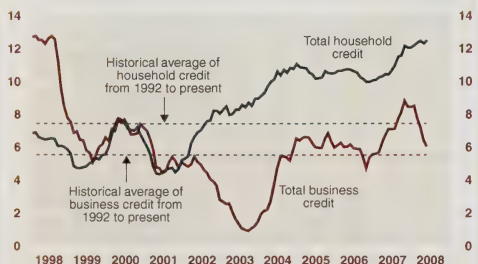
The Canadian dollar remains at about the same level as at the time of the *April Report*, having traded in a range of roughly 97.5 to 101.5 cents U.S. While stronger commodity prices are generally supportive of the Canadian dollar, concerns about the outlook for the U.S. economy and U.S. demand for Canadian goods and services appear to have weighed on the currency.

The Economic Outlook

The Bank's base-case projection incorporates the following key assumptions: a Canada/U.S. exchange rate averaging 98 cents U.S.; energy prices evolving in line with current futures prices; prices for non-energy commodities decreasing by about 15 per cent over the projection horizon; tight global credit conditions persisting through 2008, before gradually improving in 2009; and an orderly resolution of global imbalances. Potential output growth in Canada is also assumed to be the same as in the *April Report* (that is, 2.8 per cent in the second half of 2008 and declining by 0.1 percentage point per year in 2009 and 2010).

Chart 6 Business and Household Credit

Year-over-year percentage change



The Global Outlook

In the base-case projection, global economic growth slows in the second half of 2008 and in 2009, owing to weakness in the U.S. economy, ongoing financial market turbulence, sharply higher commodity prices, and more restrictive monetary policy in a number of overseas economies. With inflation at uncomfortably high levels in emerging markets, growth should be dampened by tighter monetary conditions—as monetary authorities raise policy rates and reserve requirements, and real exchange rates appreciate (Table 1).

The outlook for the U.S. economy is similar to that in the *April Report*. However, the average annual growth rates for 2008 and 2009 differ because of a stronger starting point in the first half of 2008 and weaker growth through the rest of the year. The stronger first half reflects the boost to retail sales coming from the early arrival of the temporary fiscal stimulus. Going forward, continuing turbulence in financial markets, the ongoing correction in the housing

market, and significantly higher energy prices lead to weaker consumption and investment. Purchases of durables, especially automobiles, are expected to be most affected. Growth in the economy begins to recover in 2009, led by net exports and firming domestic demand growth, as credit conditions improve, the housing market stabilizes, and the effect of past monetary policy easing gathers strength. Annual U.S. growth is now expected to average 1.6 per cent in 2008, 1.5 per cent in 2009, and 3.3 per cent in 2010. Core inflation is expected to be about 2.0 per cent throughout the projection horizon.

The Canadian Outlook

Against this global backdrop and with the inventory adjustment completed, real GDP growth in Canada is projected to pick up in the second half of 2008, and to rise above 3.0 per cent from mid-2009 to the end of 2010. Compared with the *April Report*, average annual growth is projected to be slightly lower this year, owing to the weakness in the first quarter, while projected growth for 2009 and 2010 is essentially unchanged (Table 2).

Final domestic demand is projected to be the key driver of economic growth in Canada over the projection horizon. Recent increases in global commodity prices lead to higher wages and salaries, higher government revenues, higher corporate profits and equity valuations, and stronger investment growth, particularly in the energy sector. Net exports exert a significant drag on growth through the rest of 2008, but this drag diminishes through 2009 and 2010 as the U.S. economy gradually recovers.

Given this growth profile, excess supply in the Canadian economy is projected to increase further through late 2008, but to gradually dissipate with the acceleration in aggregate demand. The economy is thus projected to return to balance around mid-2010.

Total CPI inflation for the remainder of 2008 is expected to be sharply higher than projected in the last *Report*, chiefly because of much higher prices for crude oil (Table 3). With the price of crude oil assumed to

Table 1
Projection for Global Economic Growth

	Share of real global GDP ^a (per cent)	Expected growth (per cent) ^b			
		2007	Projection		
			2008	2009	2010
United States	22	2.2 (2.2)	1.6 (1.0)	1.5 (1.7)	3.3 (3.4)
European Union	20	2.7 (2.7)	1.7 (1.3)	1.5 (1.6)	2.3 (2.2)
Japan	7	2.0 (2.0)	1.7 (1.4)	1.5 (1.6)	1.7 (1.8)
China and Asian NIEs ^c	14	10.2 (10.2)	8.9 (8.4)	7.6 (7.2)	7.4 (7.3)
Others	37	6.3 (6.3)	5.4 (5.2)	4.6 (4.6)	5.5 (5.5)
World	100	4.9 (4.9)	4.1 (3.7)	3.4 (3.5)	4.4 (4.4)

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2006. Source: IMF, WEO Update, January 2008.

b. Numbers in parentheses are projections from the April 2008 *Monetary Policy Report*.

c. NIEs are newly industrialized economies. These include Hong Kong (Special Administrative Region), South Korea, Taiwan (Province of China), and Singapore.

Source: Bank of Canada

Table 2
Contributions to Average Annual Growth of
Real Canadian GDP^a
 Percentage points

	2007	2008	2009	2010
Consumption	2.5 (2.6)	2.1 (2.5)	2.3 (2.3)	2.4 (2.3)
Housing	0.2 (0.2)	-0.1 (0.1)	-0.1 (-0.1)	-0.1 (-0.1)
Government	0.9 (0.8)	0.9 (0.9)	0.7 (0.6)	0.6 (0.6)
Business fixed investment	0.5 (0.6)	0.5 (0.4)	0.5 (0.4)	0.5 (0.4)
Subtotal: Final domestic demand	4.1 (4.2)	3.4 (3.9)	3.4 (3.2)	3.4 (3.2)
Exports	0.4 (0.4)	-1.1 (-1.3)	0 (0.1)	1.2 (1.2)
Imports	-1.8 (-1.9)	-0.8 (-1.1)	-1.1 (-0.9)	-1.3 (-1.1)
Subtotal: Net exports	-1.4 (-1.5)	-1.9 (-2.4)	-1.1 (-0.8)	-0.1 (0.1)
Inventories	0 (0)	-0.5 (-0.1)	0 (0)	0 (0)
Real GDP	2.7 (2.7)	1.0 (1.4)	2.3 (2.4)	3.3 (3.3)
Memorandum Item:				
Real GDI^b	3.7	4.0	4.4	3.3

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the April *Monetary Policy Report*.

b. Real gross domestic income is current-dollar gross domestic product deflated by the price index for final domestic demand.

stabilize near its current level, core inflation well contained, and inflation expectations well anchored, the 12-month change in the total CPI is expected to converge to the core rate in the second half of 2009 at the 2 per cent target.

The core rate of inflation is projected to remain at about 1.5 per cent through the third quarter of 2008. With the earlier price-level adjustments of automobiles starting to fall out of the year-over-year calculation, the core rate should increase to 1.8 per cent in

Table 3
Summary of the Base-Case Projection^a

	2008				2009		2010
	Q1	Q2	Q3	Q4	H1	H2	
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change) ^b	-0.3 (1.0)	0.8 (0.3)	1.3 (1.6)	1.8 (2.0)	2.8 (2.7)	3.2 (3.3)	3.4 (3.4)
Real GDP (year-over-year percentage change)	1.7 (2.1)	0.9 (1.3)	0.6 (0.9)	0.9 (1.2)	1.9 (1.9)	2.8 (2.8)	3.3 (3.3)
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.4 (1.4)	1.5 (1.3)	1.5 (1.3)	1.8 (1.7)	1.9 (1.7)	2.0 (1.8)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	1.8 (1.8)	2.2 (1.7)	3.8 (1.9)	4.1 (1.9)	3.6 ^c (1.8)	2.0 (1.8)	2.0 (2.0)
Total CPI (excluding effect of changes in indirect taxes) (year-over-year percentage change)	2.4 (2.4)	2.8 (2.2)	4.4 (2.4)	4.7 (2.4)	3.6 (1.8)	2.0 (1.8)	2.0 (2.0)
WTI ^d (level)	98 (98)	124 (111)	141 (110)	142 (108)	143 (106)	142 (104)	141 (102)

a. Figures in parentheses are from the April *Monetary Policy Report*.

b. For half and full years, the number reported is the average of the respective quarter-to-quarter percentage growth at annual rates.

c. In the first half of 2009, total CPI inflation is projected to be 4.3 per cent in the first quarter and 2.9 per cent in the second quarter.

d. Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 11 July 2008.

the fourth quarter of this year. Downward pressure on core inflation from excess supply is expected to keep the core rate of inflation below 2.0 per cent through the first half of 2009 as the deceleration in the growth of housing prices largely offsets the expected acceleration of food prices. With the amount of excess supply diminishing and with some upward pressure from increases in labour and energy costs, the core rate is expected to move up to 2.0 per cent in the second half of 2009 and stay there over the projection horizon.

In this base-case projection, the momentum in domestic demand arising from improvements in the terms of trade, the normalization of credit conditions

through 2009, and the gradual recovery of the U.S. economy, act to bring the economy back to potential around mid-2010.

Risks to the Outlook

The three major developments affecting the Canadian economy pose significant upside and downside risks to the Bank's base-case projection.

On the upside, domestic demand could be greater than projected, given the strength in Canada's terms of trade and the momentum of household credit growth. In addition, potential output growth could be lower than assumed, given the ongoing weakness in labour productivity associated in part with the reallocation of resources across sectors. Global inflationary pressures could also lead to higher-than-projected import costs for Canada.

On the downside, commodity prices could be weaker than assumed. Growth in the United States could also be weaker than expected, particularly in those sectors that are most relevant for Canadian exports. In addition, continued strains in global financial markets could have a greater-than-projected impact on global growth and on the cost and availability of credit in Canada.

Weighing the implication of these considerations, the Bank views the risks to its base-case projection for inflation as balanced.

The *Monetary Policy Report* and the *Update* are available on the Bank's website at: <http://www.bankofcanada.ca>.

Copies can also be obtained by contacting the Bank at:
Telephone: 1 877 782-8248; email: publications@bankofcanada.ca
ISSN: 1495-947X

Du côté des risques à la hausse, la demande intérieure pourrait être supérieure aux prévisions étant donné la bonne tenue des termes de l'échange du Canada et l'essor des crédits aux ménages. De plus, le taux d'accroissement de la production potentielle pourrait être inférieur aux hypothèses, vu la faiblesse continue de la croissance de la production du travail associée, en partie, à la réaffectation des ressources entre les secteurs. Les tensions inflationnistes à l'échelle mondiale pourraient aussi entraîner une hausse plus prononcée que prévu des coûts des importations pour le Canada.

Pour ce qui est des risques à la baisse, les cours des produits de base pourraient être plus faibles qu'espéré. La croissance aux États-Unis pourrait également être inférieure aux prévisions, particulièrement dans les secteurs dont le niveau d'activité influe le plus sur les exportations canadiennes. De même, la persistance des tensions au sein des marchés financiers internationaux pourrait avoir une incidence plus lourde qu'anticipé sur la croissance de l'économie mondiale et sur le coût et la disponibilité du crédit au Canada.

Tout compte fait, la Banque considère que les risques entourant sa projection au sujet de l'inflation sont équilibrés.

Le scénario de référence de la Banque, importants, tant à la hausse qu'à la baisse, sur les trois grands facteurs qui influent sur l'économie canadienne font planer des risques importants, tant à la hausse qu'à la baisse, sur le scénario de référence de la Banque.

Les risques pesant sur les perspectives

aux alentours de 1,5 % jusqu'à la fin du troisième trimestre de 2008. Il devrait grimper à 1,8 % au quatrième trimestre, lorsque les ajustements apportés précédemment au niveau des prix des véhicules automobiles commenceront à ne plus influencer le calcul du taux en glissement annuel. On s'attend à ce que l'offre excédentaire contienne l'inflation mesurée par l'indice de référence en deçà de 2,0 % jusqu'à la fin du premier semestre de 2009, la décélération des prix des logements compensant largement l'accélération attendue des prix des aliments. Sous l'effet combiné de la diminution de l'offre excédentaire et de légères pressions à la hausse attribuables à la montée des coûts de main-d'œuvre et des prix de l'énergie, le taux d'augmentation de l'indice de référence devrait atteindre 2,0 % au deuxième semestre de 2009 puis rester à ce niveau à l'horizon projeté.

Selon ce scénario de référence, le dynamisme de la demande intérieure résultant de l'amélioration des termes de l'échange, le retour à la normale des conditions du crédit en 2009 ainsi que la reprise graduelle aux États-Unis ramèneront l'économie canadienne à son plein potentiel vers le milieu de 2010.

Le Rapport sur la politique monétaire et la Mise à jour sont publiés dans le site Web de la Banque, à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca>.

Vous pouvez également vous en procurer des exemplaires en communiquant avec nous. Téléphone : 1 877 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca.

ISSN 1495-947X

Tableau 2
Contribution à la croissance annuelle
moyenne du PIB réel^a
En points de pourcentage

	2007	2008	2009	2010
Consommation	2,5	2,1	2,3	2,4
	(2,6)	(2,5)	(2,3)	(2,3)
Logement	0,2	-0,1	-0,1	-0,1
	(0,2)	(0,1)	(-0,1)	(-0,1)
Administrations	0,9	0,9	0,7	0,6
	(0,8)	(0,9)	(0,6)	(0,6)
Investissements	0,5	0,5	0,5	0,5
	(0,6)	(0,4)	(0,4)	(0,4)
fixes des				
entreprises				
Total partiel : demande intérieure finale	4,1	3,4	3,4	3,4
	(4,2)	(3,9)	(3,2)	(3,2)
Exportations	0,4	-1,1	0	1,2
	(0,4)	(-1,3)	(0,1)	(1,2)
Importations	-1,8	-0,8	-1,1	-1,3
	(-1,9)	(-1,1)	(-0,9)	(-1,1)
Total partiel : exportations nettes	-1,4	-1,9	-1,1	-0,1
	(-1,5)	(-2,4)	(-0,8)	(0,1)
Stocks	0	-0,5	0	0
	(0)	(-0,1)	(0)	(0)
PIB réel	2,7	1,0	2,3	3,3
	(2,7)	(1,4)	(2,4)	(3,3)
Pour mémoire :				
RIB réel ^b	3,7	4,0	4,4	3,3

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'avril du Rapport sur la politique monétaire.
b. Le revenu intérieur brut (RIB) réel correspond au produit intérieur brut en dollars courants corrigé en fonction de l'indice des prix de la demande intérieure finale.

considérablement l'expansion jusqu'à la fin de 2008, mais cet effet s'atténue en 2009 et en 2010 par suite du redressement progressif de l'économie américaine.
Ce profil de croissance suppose que l'offre excédentaire au sein de l'économie canadienne augmente peu à la fin de 2008, puis qu'elle se dissipe peu à la faveur de l'accélération de la demande globale. L'équilibre se rétablit par conséquent dans l'économie vers le milieu de 2010.

Tableau 3
Résumé des projections selon le scénario de référence^a

	2008			2009			2010
	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} sem.	2 ^e sem.	
PIB réel	-0,3	0,8	1,3	1,8	2,8	3,2	3,4
(taux de variation trimestriel annualisé) ^b	(1,0)	(0,3)	(1,6)	(2,0)	(2,7)	(3,3)	(3,4)
PIB réel	1,7	0,9	0,6	0,9	1,9	2,8	3,3
(taux de variation en glissement annuel)	(2,1)	(1,3)	(0,9)	(1,2)	(1,9)	(2,8)	(3,3)
Indice de référence	1,4	1,5	1,5	1,8	1,9	2,0	2,0
(taux de variation en glissement annuel)	(1,4)	(1,3)	(1,3)	(1,7)	(1,7)	(1,8)	(2,0)
IPC global	1,8	2,2	3,8	4,1	3,6 ^c	2,0	2,0
(taux de variation en glissement annuel)	(1,8)	(1,7)	(1,9)	(1,8)	(1,8)	(1,8)	(2,0)
IPC global corrigé	2,4	2,8	4,4	4,7	3,6	2,0	2,0
modifications des impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	(2,4)	(2,2)	(2,4)	(2,4)	(1,8)	(1,8)	(2,0)
WT ^d (niveau)	98	124	141	142	143	142	141
	(98)	(111)	(110)	(108)	(106)	(104)	(102)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la livraison d'avril du Rapport sur la politique monétaire.
b. Dans le cas des semestres et des années complètes, le chiffre indiqué représente la moyenne des taux de croissance trimestriels annualisés respectifs.
c. Au premier semestre de 2009, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait s'établir à 4,3 % durant le premier trimestre et à 2,9 % pendant le deuxième.
d. L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas intermédiaire (en \$ C.-U. le baril) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 11 juillet 2008.

D'ici la fin de 2008, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait se situer nettement au-dessus du niveau que la Banque entreverrait dans le Rapport d'avril, principalement à cause de la forte hausse des cours du pétrole brut (Tableau 3). En supposant que ceux-ci se stabilisent à peu près aux niveaux actuels, et comme l'inflation mesurée par l'indice de référence est bien contenue et que les attentes d'inflation sont solidement ancrées, le taux de variation sur douze mois de l'IPC global devrait converger vers celui de l'indice de référence, au taux cible de 2 %, au deuxième semestre de 2009.
La Banque prévoit que le taux d'accroissement de l'indice de référence se maintiendra

Les perspectives d'évolution de l'économie américaine sont analogues à celles dont faisait état le *Rapport* d'avril. Cependant, les taux de croissance annuels pour 2008 et 2009 ont changé vu le point de départ plus élevé au premier semestre de 2008 et une expansion limitée de l'économie américaine au premier semestre s'explique par le coup de fouet donné aux ventes au détail par l'entrée en vigueur rapide des mesures provisoires de relance budgétaire. Par la suite, la persistance des turbulences sur les marchés financiers, la correction toujours en cours sur le marché du logement et les prix beaucoup plus élevés de l'énergie font décroître la consommation et les investissements. Les achats de biens durables, en particulier ceux d'automobiles, seraient les plus durement touchés. La croissance de l'économie américaine amorçait une reprise en 2009 sous l'impulsion des exportations nettes et du raffermissement de la demande intérieure, à mesure que les conditions du crédit s'améliorent, que le marché du logement se stabilise et que l'effet de l'assouplissement antérieur de la politique monétaire se renforce. On prévoit maintenant que le PIB américain augmentera en moyenne à un rythme de 1,6 % en 2008, de 1,5 % en 2009 et de 3,3 % en 2010. L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait avoisiner 2 % tout au long de la période de projection.

Les perspectives au Canada

Compte tenu de cette conjoncture mondiale et avec l'arrivée à terme du processus d'ajustement des stocks, le taux d'accroissement du PIB réel au Canada devrait remonter au deuxième semestre de 2008 et dépasser 3,0 % entre le milieu de 2009 et la fin de 2010. En moyenne annuelle, la croissance devrait donc être légèrement inférieure cette année au chiffre avancé dans le *Rapport* d'avril à cause de la faiblesse affichée pendant le premier trimestre, mais les taux d'expansion projetés pour 2009 et 2010 restent essentiellement inchangés (Tableau 2).

La demande intérieure finale devrait être le principal moteur de l'activité au pays durant la période considérée. L'augmentation des cours mondiaux des produits de bases observée dernièrement devrait entraîner une hausse des salaires, des revenus des administrations publiques, des bénéfices des sociétés et de la valeur des actions ainsi que de la croissance des investissements, surtout dans le secteur énergétique. Les exportations nettes freinent

des déséquilibres mondiaux. La Banque suppose également des taux de croissance de la production potentielle au Canada identiques à ceux avancés dans le *Rapport* d'avril (soit 2,8 % au second semestre de 2008, 2,7 % en 2009 et 2,6 % en 2010).

Les perspectives mondiales

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que l'activité économique à l'échelle du globe ralentira au deuxième semestre de 2008 et en 2009, en raison de la faiblesse de l'économie américaine, des turbulences persistantes sur les marchés financiers, du vif renchérissement des produits de bases et du resserrement de la politique monétaire opérée dans certaines économies d'outre-mer. Les taux d'inflation trop élevés dans les pays à marché émergent devraient amener les autorités monétaires à relever leurs taux directeurs et leurs exigences en matière de réserve et entraîner une appréciation des taux de change réels; ce durcissement des conditions monétaires devrait freiner la croissance de ces pays (Tableau 1).

Tableau 1 Projection relative à la croissance mondiale				
Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	Croissance projetée ^b (en pourcentage)	Projection (en pourcentage)	2007	
			2008	2009
Etats-Unis	2,2	1,6	1,5	3,3
	(2,2)	(1,0)	(1,7)	(3,4)
Union européenne	2,0	2,7	1,7	2,3
	(2,7)	(1,3)	(1,6)	(2,2)
Japon	7	2,0	1,7	1,5
	(2,0)	(1,4)	(1,6)	(1,8)
Chine et ENIC ^c	14	10,2	8,9	7,6
	(10,2)	(8,4)	(7,2)	(7,3)
Autres pays	37	6,3	5,4	4,6
	(6,3)	(5,2)	(4,6)	(5,5)
Ensemble du monde	100	4,9	4,1	3,4
	(4,9)	(3,7)	(3,5)	(4,4)

a. La part de chaque pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2006. Source : FMI, *Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale*, janvier 2008.

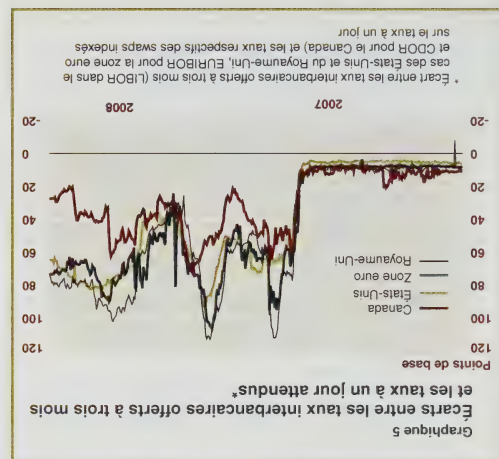
b. Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la projection présentée dans la livraison d'avril 2008 du *Rapport sur la politique monétaire*.

c. Les ENIC, ou économies nouvellement industrialisées, comprennent la région administrative spéciale de Hong Kong, la Corée du Sud, la Province chinoise de Taiwan et Singapour. Source : Banque du Canada.

Le taux du financement à un jour attendu se sont nettement réduits ces derniers mois (Graphique 5). La Banque du Canada a été la première banque centrale des pays du G7 à cesser l'octroi de liquidités extraordinaires. Les écarts de taux d'emprunt effectifs moyens auxquels sont confrontés les banques, les entreprises non financières et les ménages ont augmenté d'environ 75 points de base par rapport au taux du financement à un jour depuis le début de la tourmente financière l'été dernier; cette hausse a toutefois été plus que compensée par la baisse cumulative de 150 points de base du taux cible du financement à un jour. Par conséquent, on estime que les coûts d'emprunt effectifs des banques, des entreprises et des ménages ont diminué de quelque 75 points de base depuis un an.

Le rythme de croissance des crédits aux entreprises a décéléré au cours des derniers trimestres (Graphique 6), ce qui tient au repli récent de l'activité économique et aux conditions généralement difficiles sur les marchés de crédit. Dans le cas du crédit intermédiaire, les banques ont durci les conditions de prêt non liées au prix durant la dernière année.

Par contre, la progression des crédits aux ménages demeure robuste, ce qui tient sans doute au dynamisme de l'emploi et à l'accroissement de la richesse et du revenu réel. Il semble que les banques aient répercuté intégralement l'augmentation de leurs coûts de financement sur les ménages, mais qu'elles n'aient pas resserré les conditions non liées au prix. La vigueur soutenue de la croissance des crédits aux ménages a néanmoins de quoi étonner, compte tenu de la modération de l'activité sur



le marché du logement et de la dégradation apparente de la confiance des consommateurs. L'expansion des crédits aux ménages devrait ralentir au cours des prochains mois.

Taux directeurs et taux d'intérêt

À en juger par les prix des actifs, les marchés financiers s'attendent à ce que les taux directs restent inchangés ou augmentent un peu d'ici la fin de l'année dans toutes les grandes économies. Au Canada, les niveaux actuels des taux d'intérêt à court terme n'intègrent aucune variation du taux cible du financement à un jour avant la fin de l'année.

Le taux de change

Le cours du dollar canadien, qui s'est maintenu à l'intérieur d'une fourchette d'environ 97,5 à 101,5 cents U.S. depuis avril, se situe présentement à peu près au même niveau qu'alors. Bien qu'un renchérissement des matières premières ait généralement pour effet de pousser le dollar canadien à la hausse, les préoccupations entourant les perspectives de l'économie américaine et la demande de biens et de services canadiens chez nos voisins du sud semblent avoir pesé sur la valeur de notre monnaie.

Les perspectives économiques

La Banque fonde sa projection sur les principales hypothèses suivantes : le maintien du cours du dollar canadien à 98 cents U.S. en moyenne; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours actuels des contrats à terme; un repli de quelque 15 % des prix des produits de base non énergétiques durant la période de projection; le maintien de conditions de crédit restrictives à l'échelle mondiale jusqu'à la fin de 2008, suivi d'un relâchement graduel en 2009; et une résorption ordonnée



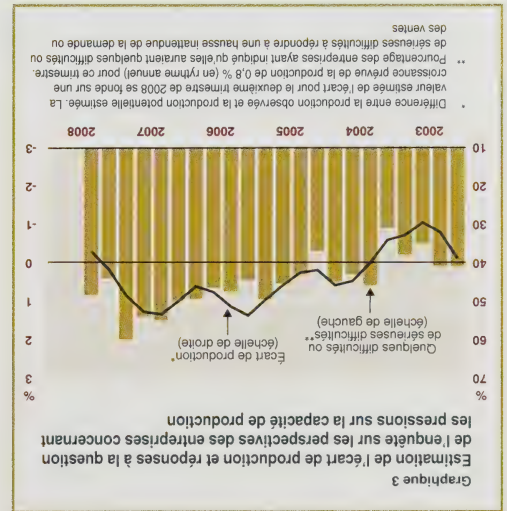
L'IPC va dépasser 3 % au cours des deux prochaines années. Cependant, l'évolution de cette mesure est fortement influencée par les variations des prix de l'énergie et tend à s'inverser lorsque l'inflation mesurée par l'IPC global diminue par suite d'une stabilisation ou d'une baisse des prix de l'énergie. La moyenne des taux d'augmentation de l'IPC global projetés par les prévisionnistes du secteur privé pour 2009 demeure à 2 % et, selon les prévisions de Consensus Economics, les taux d'inflation à l'horizon de deux ans et plus restent également proches de 2 %. À en juger par l'écart entre le rendement des obligations classées à 30 ans et celui des obligations à rendement réel, les attentes d'inflation se seraient accrues au cours des derniers mois, bien qu'elles demeurent bien à l'intérieur de la plage des niveaux observés ces dernières années. En raison de facteurs techniques et de considérations liées à la liquidité, cet écart doit être interprété avec circonspection. Compte tenu de tous ces indicateurs, la Banque est d'avis que les attentes d'inflation à l'horizon visé pour la politique monétaire contiennent d'être bien arrimées à la cible de 2 %.

L'évolution financière

Les marchés financiers mondiaux sont encore agités. Les marchés obligataires et boursiers sont demeurés volatils depuis avril, et les écarts de taux sur les obligations de sociétés, notamment pour les institutions financières, se sont creusés. Aux États-Unis et en Europe, les écarts de taux sur les emprunts à court terme levés par les banques se maintiennent bien au-dessus des moyennes historiques. Parallèlement, l'émission d'obligations de sociétés a repris, et les institutions financières ont accompli des progrès en ce qui regarde la communication d'information relative aux expositions figurant à leurs bilans et le renforcement de leurs fonds propres. On s'attend néanmoins à ce que la réintermédiation en cours (c.-à-d. le rapatriement d'actifs aux bilans des banques) et la réduction du levier d'endettement au sein du système financier pèsent sur les marchés mondiaux du crédit pendant un certain temps encore.

Les conditions du crédit au Canada

Même si les conditions du crédit au Canada demeurent difficiles, elles sont meilleures à bien des égards que celles observées sur d'autres grands marchés. Ainsi, les écarts entre les taux des emprunts à court terme et



L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est chiffrée en moyenne à 1,5 % en avril et mai, contre un creux de 1,3 % en mars (Graphique 4). La pression à la baisse exercée sur les prix de certains biens (notamment des automobiles), attribuable à la hausse du dollar canadien jusqu'à la quasi-parité avec le dollar américain, a continué de tirer le taux d'augmentation de l'indice de référence vers le bas. La Banque suit de près un certain nombre d'indicateurs relatifs aux attentes d'inflation. La mesure de la dernière enquête sur les perspectives des entreprises menée par la Banque a vivement augmenté : environ le tiers des firmes pensent que le taux d'accroissement de



plus forte qu'anticipé sous l'effet de facteurs temporaires, de récentes données indiquent qu'elle a vraisemblablement été plus faible au deuxième trimestre, en raison des retombées de la baisse du régime aux États-Unis et de l'agitation continue des marchés financiers mondiaux.

L'activité économique au Canada

Au Canada, la croissance du PIB réel au premier trimestre a été plus faible qu'escompté, l'économie se repliant de 0,3 % en taux annualisés, alors que l'on prévoyait une progression de 1,0 % dans le Rapport d'avril¹. En revanche, le revenu intérieur brut (RIB) réel a augmenté de 2,4 % en taux annualisés au premier trimestre, grâce à une nouvelle amélioration de 8,1 % (toujours en rythme annuel) des termes de l'échange² du Canada³. Cette mesure du revenu réel est en hausse de presque 4 %, en glissement annuel, en raison du renchérissement considérable d'un grand nombre des matières premières que produit le Canada (Graphique 2). Les dépenses des ménages au pays ont néanmoins progressé en déca des attentes au premier trimestre, et le recul des investissements en stocks a été beaucoup plus prononcé que prévu.

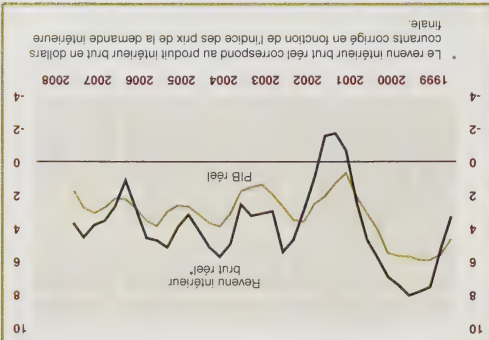
Les exportations nettes ont apporté une contribution positive inattendue à la croissance du PIB au premier trimestre, car le fléchissement des exportations a été largement neutrelisé par une importante réduction des importations. Les dépenses en biens et services importés, qui avaient bondi au second semestre de 2007 dans la foulée de l'appréciation marquée du dollar canadien, se sont nettement repêchées. La contraction des importations de marchandises était liée à la forte baisse des stocks. Les exportations ont reculé un troisième trimestre d'affilée à cause de la diminution des dépenses au chapitre du logement et des automobiles aux États-Unis ainsi que de l'incidence de l'appréciation passagère du dollar canadien.

Les données disponibles pour le deuxième trimestre de 2008 indiquent que le taux de

1. Statistique Canada a légèrement révisé à la hausse le taux d'augmentation du PIB pour 2006 et 2007. Conjuguée à l'évolution négative imprévue de la croissance au premier trimestre de 2008, cette révision signifie que le niveau du PIB réel pour ce trimestre était d'environ 0,1 % inférieur à celui estimé antérieurement.
2. Le RIB réel correspond au PIB nominal corrigé en fonction d'un indice des prix des biens et des services achetés par les Canadiens plutôt que des prix des biens et des services produits au Canada. Cet agrégat diffère du PIB réel parce que les biens et services achetés au pays ne sont pas identiques à ceux qui y sont produits et que les variations des termes de l'échange influent donc sur le pouvoir d'achat du revenu tiré de la production.

Graphique 2

Revenu intérieur brut réel et PIB réel
Taux de variation en glissement annuel



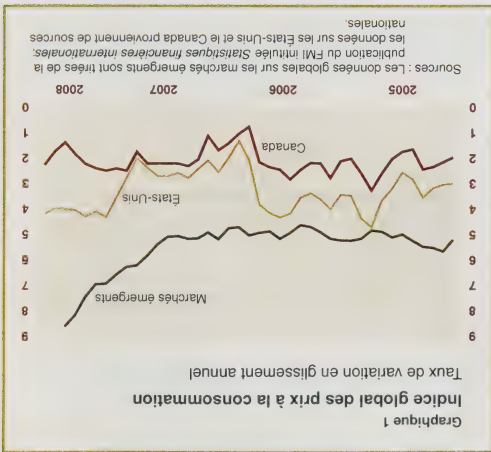
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

La Banque estime qu'après trois trimestres consécutifs de croissance inférieure au niveau tendanciel, une offre excédentaire est apparue dans l'économie canadienne au second trimestre de 2008. D'après la mesure de l'écart de production dont se sert habituellement la Banque, l'économie tourne actuellement à un rythme de quelque 0,2 % inférieur à son potentiel, bien que les répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises fassent encore état de pressions s'exerçant sur la capacité de production, particulièrement dans l'Ouest du Canada (Graphique 3).

L'inflation et la cible de 2 %

L'inflation mesurée par l'IPC global a été supérieure à ce que l'on prévoyait dans le Rapport d'avril, ce qui reflète l'incidence de la hausse des cours du pétrole brut sur les prix de l'essence et le niveau légèrement plus élevé de l'inflation mesurée par l'indice de référence. Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global est passé de 1,4 % en mars à 2,2 % en mai (ou de 1,9 à 2,8 % si l'on fait abstraction de l'effet des modifications des impôts indirects).

L'on prévoyait en avril. L'inflation a enregistré une hausse notable à l'échelle du globe, sous l'effet de la flambée des prix de l'énergie et des aliments (Graphique 1).



Le principal facteur à l'origine de l'envoie récente des prix mondiaux de l'énergie et des aliments semble être la forte croissance tendancielle enregistrée dans de nombreux pays à marche émergent et l'accroissement de leur demande de produits de base qui en a découlé. Des politiques monétaires laxistes ont également la demande intérieure et encore accentué les tensions inflationnistes dans plusieurs économies émergentes d'Asie. L'augmentation limitée de l'offre mondiale de pétrole a aussi contribué à pousser les cours du brut à des niveaux records.

On estime qu'une légère offre excédentaire est apparue dans l'économie canadienne au second trimestre de 2008; l'offre excédentaire devrait augmenter durant le reste de l'année. La Banque s'attend à ce que le niveau élevé des termes de l'échange, le degré de déflation monétaire et le redressement graduel de l'économie américaine nous poussent le taux de croissance au-dessus de celui de la production potentielle à partir du premier semestre de 2009 et favorisent ainsi le retour de l'économie à son plein potentiel vers le milieu de 2010.

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'IPC global sera nettement plus élevée au cours de la prochaine année que ce qui avait été projeté en avril. En suspposant qu'au les prix actuels des contrats à terme, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait se hisser temporairement au-dessus de 4 % et culminer au premier trimestre de 2009. Les prix de l'énergie se stabilisent et les attentes d'inflation à moyen terme demeurant bien ancrées, on s'attend à ce que le taux d'augmentation de l'IPC global converge vers celui de l'indice de référence, à la cible de 2 %, au deuxième trimestre de 2009.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait rester bien contenue et généralement conforme aux attentes antérieures, pour se chiffrer à près de 1,5 % en moyenne jusqu'à la fin du troisième trimestre de cette année et remonter à 2 % au second semestre de 2009.

Dans ce contexte, la Banque a lâissé son taux directif inchangé, à 3 %, le 10 juin et le 15 juillet, et elle estime que le taux cible du financement à un jour demeure à un niveau approprié. Elle continuera de suivre de près l'évolution des risques, ainsi que celle de la conjoncture économique et financière au Canada et dans le monde, et de mener la politique monétaire de manière à atteindre la cible d'inflation à moyen terme.

L'évolution économique récente

La conjoncture internationale

Il semble que l'expansion de l'économie mondiale, même si elle a ralenti, ait été plus vigoureuse au premier semestre de 2008 que ce que



Rapport sur la politique monétaire

Mise à jour

juillet 2008

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondée sur l'information reçue au 15 juillet 2008.

Vue d'ensemble

Trois grands facteurs influent sur l'économie canadienne : le ralentissement prolongé de l'économie américaine, les turbulences persistantes sur les marchés financiers mondiaux et la forte augmentation des cours de certains produits de base, notamment de l'énergie. Les deux premiers facteurs évoluent dans l'ensemble conformément aux attentes énoncées dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*. Les prix de nombreux produits de base continuent toutefois de dépasser les prévisions antérieures, ce qui modifie les perspectives d'évolution de l'inflation dans le monde et au pays.

Même si l'expansion de l'économie mondiale ralentit, la croissance au premier semestre de l'année a été plus vigoureuse qu'escompté antérieurement. Elle est de plus en plus tributaire des économies émergentes. Cette évolution a favorisé une hausse de la demande de matières premières dans un contexte où la réaction de l'offre pour un grand nombre de ces produits a été modeste et les niveaux des stocks sont bas. Les augmentations de prix qui en sont résultées ont non seulement fait grimper l'inflation mondiale, mais aussi concouru à une amélioration continue des termes de l'échange du Canada et à un accroissement du revenu réel au pays.

L'économie canadienne a connu au premier trimestre de 2008 une expansion plus faible que prévu, qui tient en grande partie à une réduction marquée de l'accumulation des stocks. Néanmoins, la demande intérieure finale continue de croître à un bon rythme. La forte hausse des revenus due aux prix élevés des produits de base et à la vigueur de

Faits saillants

- Les cours des produits de base, notamment de l'énergie, ont fortement augmenté depuis avril.
- Le PIB canadien devrait croître de 1,0 % en 2008, de 2,3 % en 2009 et de 3,3 % en 2010.
- Sous l'effet de la hausse des cours de l'énergie, le taux d'augmentation de l'IPC global se hissera temporairement au-dessus de la cible et culminera au premier trimestre de 2009; toutefois, l'inflation mesurée par l'indice de référence restera bien contenue.
- Le taux d'accroissement de l'IPC global devrait converger vers celui de l'indice de référence, à la cible de 2 %, au second semestre de 2009.
- D'importants risques pèsent sur le scénario de référence. Ils sont jugés équilibrés.
- La Banque estime que le niveau actuel du taux directeur demeure approprié.

L'emploi ainsi que l'amélioration attendue des conditions financières devraient soutenir la montée de la demande intérieure tout au long de 2009 et en 2010. L'effet modérateur des exportations nettes s'atténue au cours de la période de projection, à mesure que l'incidence de l'appréciation passée du dollar canadien se dissipe.

